

**ЭКОНОМИЧЕСКОГО
НАУЧНОГО ОБЩЕСТВА
СТУДЕНТОВ И АСПИРАНТОВ**



№ 36

***OF STUDENTS' ECONOMIC
SCIENTIFIC SOCIETY***

*Сборник статей
по материалам научных исследований магистрантов и аспирантов в 2012 году*

**Санкт-Петербург
2013**

ББК 65

В 38

Межвузовский студенческий научный журнал

Учредители: Международный банковский институт (МБИ)

Международная академия наук высшей школы (МАН ВШ)

Учрежден 7 мая 2002 г.



Редакционная
коллегия:

Деревянко Ю.Д. – главный редактор журнала, ректор МБИ
член-корреспондент МАН ВШ, к.э.н.

Израилов В.В. – зам. главного редактора, ученый секретарь
Санкт-Петербургского отделения МАН ВШ, д.т.н., профессор

Фаттахов В.В. – к.т.н., доцент

Бургонова Г.Н. – к.э.н., профессор

Вострокнутова А.И. – д.э.н., профессор

Высоцкий Ю.В. – д.филос.н., профессор

Гришин П.В. – к.т.н., доцент

Гузеева Г.Н. – ст. преподаватель

Кузютин Д.В. – к.ф.-м.н., доцент

Макарова Н.В. – д.пед.н., профессор

Павлова И.П. – д.э.н., профессор

Пивоваров С.Э. – д.э.н., профессор

Погорлецкий А.И. – д.э.н., доцент

Погостинская Н.Н. – д.э.н., профессор

Попова Е.М. – д.э.н., профессор

Утевский А.С. – д.э.н.

Ястребова М.А. – к.ф.-м.н., научный руководитель НИРС

Вестник экономического научного общества студентов и аспирантов № 36 // Межвузовский студенческий научный журнал. Bulletin of students' economic scientific society / Под редакцией к.э.н., доцента, профессора кафедры банковского дела Т.В. Лебедевой – СПб.: Изд-во МБИ, 2013. – 142 с.

ISBN 978-5-4228-0030-8

Настоящий выпуск Вестника ЭНОС содержит статьи магистрантов и аспирантов АНО ВПО «МБИ» по материалам научных исследований, проведенных в 2012 году по следующим направлениям: актуальные проблемы банковского сектора России, ценные бумаги и инвестиции, организация деятельности предприятий различных секторов экономики.

Предназначено для студентов и аспирантов экономических вузов.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Настоящий выпуск Вестника Экономического научного общества студентов и аспирантов содержит статьи магистрантов и аспирантов Автономной некоммерческой организации высшего профессионального образования «Международный банковский институт». Данные статьи представляют результаты научных исследований авторов в 2012 году.

Сборник состоит из трех частей. Часть первая посвящена рассмотрению актуальных проблем банковского сектора, в частности перспективам развития персонального банковского обслуживания в РФ, проблемам управления инвестиционным портфелем коммерческого банка, возможностям кредитования строительной отрасли, проблемам развития банковского сектора российской экономики.

Часть вторая включает статьи, посвященные инвестициям и проблемам рынка ценных бумаг, в частности рассматриваются факторы, влияющие на размер премии за контроль, методы формирования портфеля ценных бумаг, влияние инвестиционного проекта на рыночную капитализацию компании, проблемы и инструменты инвестирования в искусство и недвижимость.

Часть третья включает статьи, посвященные различным аспектам деятельности предприятий в современных условиях, в частности проблемам организации управленческого учета и кадрового менеджмента, оптимизации структуры источников финансирования, оценки экономической эффективности слияний и поглощений.

В выпуск также включены две статьи по результатам исследований бакалавров.

Материалы данного сборника могут быть интересны студентам и аспирантам экономических специальностей.

Моисеев К.Я., аспирант

Попова Е.М., д.э.н., профессор – научный руководитель

К ВОПРОСУ О ПЕРСПЕКТИВАХ РАЗВИТИЯ ПЕРСОНАЛЬНОГО БАНКОВСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ В РОССИИ

В последние годы понятие *private banking* получило широкое распространение в России. Практически все крупнейшие российские банки, развивающие розничный бизнес, предлагают своим клиентам услуги частного банковского обслуживания. В мировой банковской практике не существует однозначного определения данного вида банковской деятельности, но чаще всего словосочетание *private banking* означает эксклюзивный и премиальный уровень обслуживания при оказании набора индивидуальных (персонифицированных) услуг состоятельным клиентам банков.

На текущий момент понятие *private banking* ассоциируется в первую очередь с высочайшим уровнем сервиса при предоставлении финансовых услуг, их надежности и безопасности. Очень часто составляющей сегмента *private banking* называют «управление благосостоянием» (*wealth management*). Термин *private banking* получил широкое распространение в Европе, в то время как в США, Канаде и некоторых других регионах используется понятие *wealth management*. В свою очередь, существует мнение, что для *private banking* характерна разработка индивидуальных продуктов и услуг под конкретные запросы клиента. Следовательно, можно констатировать, что, в отличие от услуг *private banking*, *wealth management* не связан с классическими банковскими продуктами, а подразумевает комплексный подход к решению задач клиента и его семьи без привязки к конкретному финансовому продукту с целью предоставления более широкого спектра услуг, выходящего за рамки банковской деятельности. Но в то же время во многих финансовых институтах мира *wealth management* является синонимом *private banking* и между данными понятиями не существует строго определенной грани.

Однако следует не путать международную и российскую практику. В условиях российской банковской практики *private banking* (управление частным капиталом или персональное банковское обслуживание) можно определить как направление работы банка по предоставлению персонифицированных банковских операций и иных услуг, в соответствии с действующим законодательством, определенной категории физических лиц – экономически обеспеченным клиентам, предусматривающее ряд характерных особенностей, в частности:

- программа привилегий, объединяющая партнеров банка, предоставляющих актуальные для клиентов товары и услуги премиальной категории с определенными скидками и VIP-сопровождением;
- набор привилегий для VIP-клиентов, обеспечивающий VIP-клиентам дополнительный сервис и упрощенную процедуру получения ряда различных продуктов и услуг банка;
- неограниченный во времени режим обслуживания VIP-клиентов, предусматривающий оперативное консультирование клиентов персональным менеджером по вопросам предоставления банковских или иных услуг *private banking*.

Таким образом, к VIP-клиентам банка можно отнести выделенную категорию физических лиц, которым банк имеет возможность предоставить и оказать услуги путем установления индивидуальных условий обслуживания ввиду экономической обоснованности для реализации уставных целей банка.

Следует отметить, что критерии и набор показателей для определения принадлежности клиента к привилегированному клубу являются сугубо индивидуальными для каждого банка и выбираются исходя из его стратегии развития. Кроме того, большое количество банков внедряет и создает специализированные подразделения для обслуживания состоятельных клиентов с целью улучшить свой имидж на рынке. Достаточно часто российские банки присваивают топ-менеджерам, акционерам и собственникам крупных компаний статус клиентов подразделения *private banking* с целью развития и закрепления долгосрочных отношений с ними и, соответственно, с их бизнесом. Таким образом, можно подразделить критерии отнесения клиента в разряд VIP-клиентов на количественные и качественные. Если к количественным можно отнести количественное выражение активов клиента, находящихся под управлением элитного подразделения, то к качественным критериям могут относиться публичная известность клиента, принадлежность

к руководящим органам самого банка или стратегическая значимость клиента для банка.

В мировой практике изначально к категории клиентов private banking относились состоятельные лица с активами более 1 миллиона долларов США. Однако на текущий момент не существует четких ограничений и определенной минимальной суммы, начиная с которой банки готовы предоставлять персонализированные услуги состоятельным клиентам. Мировая практика показывает, что традиционно клиентами private banking становятся миллионеры, чей объем средств, свободных к размещению начинается от 10 миллионов долларов США. Такие объемы капитала позволяют гарантировать действительно самый высокий уровень индивидуального сервиса и полный набор всевозможных подогнанных под клиента услуг.

Существует множество точек зрения на сегментацию VIP-клиентов банков. Приведем одну из наиболее распространенных форм сегментации клиентов индустрии private banking, предусматривающую подразделение их на четыре основные группы в зависимости от количества активов, которыми они располагают. Согласно международной классификации, которая используется группой компаний PricewaterhouseCoopers, большую часть клиентов (mass affluent), представляют лица, активы которых составляют до 1 млн долларов США, далее следуют клиенты (High Net Worth Individuals – HNWI), активы которых составляют от 1 млн до 10 млн долларов США, выше – очень состоятельные клиенты – Very HNWI с активами 10–100 млн долларов США, на вершине пирамиды – Ultra HNWI – обладатели активов более 100 млн долларов США.

Согласно статистике консалтингового агентства BostonConsultingGroup по состоянию на 01.06.2012 г. во всем мире индустрия private banking обслуживает в общей сложности капиталы в размере 122,9 триллиона долларов США. За последние годы этот рынок показал достаточно высокую динамику – темпы роста составили 8–10 % в год.¹ По показателю количества участников сегмента Ultra HNWI, Россия занимает четвертое место по итогам 2011 года (см. табл. 1).

Наряду с Китаем и Ближним Востоком Россия является одним из самых быстрорастущих рынков private banking в мире – ожидаемый темп роста в 2010–2015 годах – 15% ежегодно. В первую очередь такой быстрый рост связан с тем, что для данных регионов, обладающих большим экономиче-

¹ Boston Consulting Group. THE WEALTH REPORT 2012. [Электронный ресурс] <www.bcg.com>

ским потенциалом, данный сегмент является сравнительно новым и только начинает свое активное развитие.

Таблица 1

**Сегмент UHNW (лица, обладающие состоянием,
превышающем 100 млн долларов США)**

Страна	Количество участников сегмента UHNWI	
	2010 год	2011 год
США	2 989	2 928
Великобритания	1 125	1 125
Германия	807	807
Россия	607	686
Китай	538	648
Франция	480	470
Тайвань	369	375
Швейцария	366	366
Турция	318	344
Италия	319	333
Австрия	301	301
Нидерланды	291	279
Индия	241	278
Канада	252	257
Австралия	228	228

В современных условиях многие российские банки стали развивать направление частного обслуживания клиентов, но в то же время немногие могут предложить высококачественный сервис и разнообразные продукты и услуги, так как российский private banking существует совсем недавно, и банки не могут похвастаться таким опытом, стабильностью и качеством как иностранные. Но влияние кризиса, показавшего нестабильность мировой финансовой системы, положительно повлияло на развитие данного сегмента банковского рынка Российской Федерации в связи с тем, что многие состоятельные граждане в этот период перестали переводить основную долю своих активов за границу и начали активно размещать их в российских банках, которые предлагали большую доходность при меньших рисках. Также необходимо учитывать тот момент, что в современных условиях наличие продолжительной истории не является больше критерием надежности: примером тому послужило банкротство в 2008 году банка Lehman Brothers – одного из миро-

вых лидеров в инвестиционном бизнесе и оказании финансовых услуг, ведущего свою историю с 1850 года.

Анализ российского рынка private banking позволил выявить следующую тенденцию распределения капитала состоятельных клиентов. Если в 2008 году доля инструментов фондового рынка в общей структуре активов составляла порядка 33 %, потеряв во время кризиса 5–8 %, то сейчас в среднем около 30 %.² Это является доказательством тому, что кризисные явления в мировой экономике внесли определенные коррективы в предпочтения VIP-клиентов банков по размещению их активов. Если до кризиса состоятельные клиенты гораздо активнее инвестировали в высокодоходные и более рискованные активы, то по мере начала активной фазы кризиса изменили свои предпочтения в сторону менее рискованных и традиционных инвестиций. Иллюстрация сложившейся тенденции распределения активов VIP-клиентов наглядно представлена на рис. 1.

Структура активов клиентов private banking за период 2008-2011 гг.



Рис. 1. Структура активов клиентов Private Banking за период 2008–2011 гг.³

Подтверждением тенденции вложения в менее рискованные активы в качестве источника сохранения сбережений служит комплексная оценка структуры сбережений всех граждан РФ в 2011 году. Общий объем сбережений населения РФ составляет около 12 трлн рублей, из которых:

² По данным 3-й Международной конференции «Private Banking & Wealth Management: перспективы, стратегия, практика». – М., 2010.

³ Данные для диаграммы взяты из отчета World Wealth Report 2011. [Электронный ресурс] <<http://www.capgemini.com>>

- около 8 трлн руб. приходится на банковские депозиты (66,3 % от общего объема сбережений);
- около 1 трлн руб. приходится на ценные бумаги (8 % от общего объема сбережений);
- стоимость чистых активов открытых ПИФов составляет около 10 % от объема вложений в ценные бумаги и 0,8 % от общего объема сбережений);
- остатки наличных денежных средств составляют около 3 трлн рублей (25 % от общего объема сбережений).

В настоящее время к основным преимуществам развития российской индустрии private banking можно отнести следующие моменты:

- *во-первых*, это знание и понимание специфики российского рынка;
- *во-вторых*, более высокая доходность банковских продуктов (процентная ставка по депозиту в английских фунтах стерлингов, открываемому в российском банке, гораздо выше, чем по аналогичному депозиту, открываемому в Великобритании);

в-третьих, наличие умеренной тарифной и налоговой политики.

Кроме того, положительную роль для российского рынка играет нежелание клиентов, развивающих свой бизнес в России, покидать страну и выводить капитал за границу.

Но на сегодняшний день эти преимущества не могут быть реализованы на 100 %, так как многие российские банки, преследуя цель максимизации своей прибыли, в том числе и за счет обслуживания состоятельных граждан, не рассматривают сегмент private banking комплексно. Зачастую это выражается в отсутствии четкой сегментации клиентской базы и в отказе от разработки и предложения отдельных продуктовых линеек для каждого сегмента индивидуально. В остальном для дальнейшего развития российскому рынку private banking необходимо и далее продолжать перенимать опыт у западных коллег и повышать планку обслуживания и качества оказываемых услуг.

Нелюбова Л.М., магистрант

Белоглазова Г.Н., д.э.н., профессор – научный руководитель

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

Инвестиционный портфель представляет собой финансовый термин, обозначающий набор инвестиций, которыми могут владеть как инвестиционные компании, хедж-фонды, финансовые учреждения, так и отдельные лица.

Инвестиционный портфель банков – пакет ценных бумаг, приобретенных банком в результате активных операций, включает, как правило, долговые обязательства, облигации, главным образом долгосрочного характера, государственных предприятий, центральных и местных органов власти, акции промышленных и иных организаций.

Портфель инвестиций в банке создается после проведения инвестиционных операций. Инвестиционной операцией является вложение денежных средств банка на сравнительно продолжительный период времени в ценные бумаги, уставный капитал компаний, коллекции, недвижимость, драгоценные металлы и иные объекты инвестирования, рыночная стоимость которых имеет способность увеличиваться и приносить собственнику доходность в виде процентов, дивидендов, прибыли от перепродажи и других прямых и косвенных доходов.

Инвестиционный портфель банка включает финансовые и реальные инвестиции. Финансовые инвестиции представляют собой вложение средств в различные финансовые инструменты. Такими финансовыми инструментами могут быть ценные бумаги, депозиты, доли, целевые банковские вклады, паи, а также вложения в уставный капитал предприятий. Реальные инвестиции – это вложение средств в материальные и нематериальные активы.

К материальным объектам инвестирования можно отнести недвижимость, оборудование, драгоценные металлы, коллекции и прочие товарно-материальные ценности. К ним также относят инвестиции в воспроизводство и приращение основных и оборотных фондов, которые совершаются в виде капитальных вложений.

Инвестиции в нематериальные активы включают вложения в лицензии, патенты, «ноу-хау»; авторские права; техническую, технологическую, научно-практическую и проектно-сметную документацию; права пользования землей, водой, ресурсами, сооружениями, оборудованием (аренда); другие имущественные права.

Данная группа инвестиций зачастую выделяется в инновации – вложения в новшество, а также в интеллектуальную форму инвестирования, в творческий потенциал общества.¹

Как правило, инвестиции в большинстве случаев представляют собой вложения на срок свыше одного года. Принято учитывать долгосрочность инвестирования, не все ценные бумаги, которые находятся в банковском портфеле, правомерно относить к инвестиционным вложениям. Например, казначейские обязательства или векселя с периодом обращения до года.

Коммерческие банки образуют свои портфели ценных бумаг, исходя из избранной инвестиционной политики и главной цели, которую стремится достичь банк в процессе осуществления сделок с ценными бумагами. Существует два основных подхода к управлению портфелем ценных бумаг, которые называют пассивной и активной инвестиционной политикой.

Важные признаки пассивной инвестиционной политики:

- долгосрочный характер вложений;
- незначительные обороты операций купли-продажи ценных бумаг;
- высокий уровень диверсификации;
- сбалансированный риск.

Основные характеристики активной инвестиционной политики:

- активная игра на повышение с недооцененными ценными бумагами;
- активная игра на понижение с переоцененными ценными бумагами;
- значительные обороты по сделкам покупки и продажи ценных бумаг;
- по существу характер инвестиций краткосрочен;
- низкий уровень диверсификации;
- отдельные рискованные ценные бумаги присутствуют в высокой концентрации;
- спекулятивный характер политики;
- уровень рискованности довольно высок.

В соответствии с избранной инвестиционной политикой портфели ценных бумаг коммерческих банков делятся на два основных типа – пассивные и активные.²

Пассивные портфели ценных бумаг достаточно диверсифицированы, а их высоколиквидность, риск и рентабельность соответствует среднерыночным тенденциям. Создавая такие портфели, руководство банка приобретает ценные бумаги с низким уровнем риска, не включая в состав недооцененные

¹ *Топсахалова Ф. М.-Г.* Инвестиции. – М.: Академия естествознания, 2010. – 68 с.

² *Лаврушин О.И.* Банковское дело. – М., 2009. – 108 с.

бумаги, то есть банк словно «плывет по течению». Примером может быть создание индексных портфелей, в которые входят такие же ценные бумаги, на базе которых калькулируется тот или иной фондовый индекс.

Рыночная стоимость такого портфеля изменяется вместе с динамикой движения фондового индекса. Достоинством является уменьшение затрат на аналитическое обеспечение индексного портфеля и издержек банка, которые связаны с выходом на рынок (комиссионные, биржевые, гарантийные взносы).

В состав активных портфелей входят ценные бумаги, курсы которых в данный момент (или в перспективе) резко отличаются от цен, определяемых среднерыночными условиями, и могут испытывать сильные колебания. Структура такого портфеля динамично корректируется, основываясь на перманентном и детальном анализе состояния рынка.

Отличительной особенностью активного портфеля являются значительные обороты сделок купли-продажи финансовых инструментов для восстановления его структуры. Активные портфели образуются определенной мерой «против рынка», поэтому инвестиционный менеджер постоянно принимает решение, стараясь «побить рынок», а не «плыть по его течению». Выгоду можно достичь путем покупки ценных бумаг на нижних пределах текущих колебаний курсовой цены и продажи их на рынке на верхних пределах.

Другим способом создания активного портфеля может быть поиск и покупка недооцененных бумаг. Например, в расчете на единицу переработанной эмитентом нефти, газа и т. п. сравнительно с ценными бумагами аналогичных предприятий. В таком случае активный портфель должен обеспечить повышенную доходность за счет продолжительного увеличения курсовой стоимости активов до тех самых значений ликвидности и риска, который и в пассивном портфеле.

Таким образом, состав и характер инвестиционного портфеля коммерческого банка зависит от главной цели процесса управления портфелем, которую определяет менеджмент банка: снижение рисков активов, максимизация доходов или поддержка ликвидности.

Действенным методом уменьшения инвестиционного риска является диверсификация, то есть присутствие в банковском портфеле нескольких видов ценных бумаг. Если в инвестиционной политике банка проводится диверсификация, то коммерческому банку необходимо учитывать некоторые исходные параметры ценных бумаг, такие как тип эмитента и обязательств, срок погашения, географическое распределение. С точки зрения качества

ценных бумаг целью диверсификации является минимизация риска, который заключается в определенной степени вероятности невыполнения эмитентом (должником) своих обязательств.

Также диверсификация должна обеспечить качество акций, поэтому необходимо изучить целый ряд факторов, которые имеют отношение к эмитенту и среди которых получение информации является наиболее существенным. Итак, необходимо иметь информацию о деятельности компании, о количестве и качестве ее резервов, а также о планах расширения и развития компании. Еще значимой информацией является цена на ценные бумаги и сравнение ее с максимумом и минимумом цен за прошлый период, а также выплачиваемый компанией доход или дивиденд и, наконец, о планах расширения и развития компании.

Часть нужной информации можно почерпнуть из биржевых сводок и эмиссионного проспекта.

В отношении территориального распределения ценных бумаг целью диверсификации является возможность обезопасить себя в случае экономических трудностей в районе действия тех органов государственной власти и компаний, в чьи виды ценных бумаг банк инвестировал средства.³

Итак, суть диверсификации состоит не только во вложении средств в различные ценные бумаги, а в стремлении вложений в активы, изменение цен которых мало связано между собой или вовсе противоположно. Если одни ценные бумаги инвестиционного портфеля терпят убытки, то другие сопровождаются прибылью.

Следует отметить, что структура инвестиций мелких банков в малых городах значительно отличается от инвестиций в региональных и общенациональных крупных банках. Большие банки, которые имеют и заграничные отделения, и представительства, держат в своих инвестиционных портфелях в меньшем количестве ценные бумаги правительства. Существенную часть инвестиционных портфелей таких банков составляют облигации частных компаний и иностранные ценные бумаги.

Стоит подчеркнуть, что небольшие банки около 80–90 % своих средств вкладывают в ценные бумаги местных органов власти и облигации правительства, практически не приобретая иностранных облигаций. Что касается сроков погашения ценных бумаг, то целью диверсификации является умень-

³ *Едронова В.Н., Бикулов Г.Р.* Инвестиционные стратегии банка на рынке ценных бумаг: методика анализа совокупных портфелей банка // *Финансы и кредит.* – 2010. – № 36. – С. 19.

шение риска портфеля инвестиций, которые связаны с колебаниями процентов в границах, соответствующих целям банка в области доходов и ликвидности, которые предусмотрены инвестиционной политикой. Банки включают в инвестиционный портфель ценные бумаги с различными сроками погашения для снижения возможной угрозы убытков.

В зависимости от того, как будут истекать сроки различных видов ценных бумаг, может произойти реинвестирование старых ценных бумаг в новые, если старые уже не нужны для других целей. Новые, реинвестированные ценные бумаги являются лучшими по качеству и полностью отвечают целям инвестиционной политики коммерческого банка.

Реинвестирование – приобретение дополнительных ценных бумаг за счет процентов и дивидендов от уже существующих инвестиций в ценные бумаги или новых ценных бумаг на выручку от реализации или погашения по наступлении срока ранее принадлежавших инвестору ценных бумаг. Этот термин обычно применяется относительно номинальной стоимости облигаций, по которой производится погашение или начисление процентов. Как правило, повышенный спрос, связанный с реинвестированием капитала, приходится на 1 января и 1 июля, так как этим датам соответствует основное время погашения облигаций и процентных купонов по ним.

Согласно Отчету о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2011 году Центрального банка РФ, в течение 2011 года основную часть совокупного портфеля ценных бумаг кредитных организаций образовали вложения в облигации федерального займа (ОФЗ).⁴ Облигации федерального займа – облигации, эмитируемые Министерством финансов Российской Федерации, по которым предусмотрены процентные выплаты по купонам.

Выделяют следующие виды ОФЗ:

- ОФЗ-ПК (с переменным купоном), выпускались с 1995 по 1998 год. Выплата купона производилась раз в полугодие. Размер ставки купона определялся за последние 4 сессии торгов средней взвешенной доходности по ГКО;

- ОФЗ-ПД (с постоянным доходом). Начало выпуска датируется 1998 годом. Выплата купона осуществлялась раз в год и была фиксированной в течение всего срока обращения;

- ОФЗ-ФД (с фиксированным доходом) возникли в 1999 году. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 году в порядке но-

⁴ Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2011 году. [Электронный ресурс] <www.cbr.ru>

вации. Срок обращения 4–5 лет. Купон выплачивался ежеквартально. Ставка понижалась раз в год (30 % в первый год, 10 % – конец срока);

- ОФЗ-АД (с амортизацией долга), сумма долга погашалась периодически.

Роль ОФЗ в управлении кредитными организациями своей ликвидностью была существенна, так как они являлись высоконадежным активом, являющимся обеспечением по сделкам денежного рынка. В частности, они использовались кредитными организациями в качестве обеспечения по сделкам междилерского РЕПО и РЕПО с Банком России, заключаемым в секции государственных ценных бумаг ММВБ. Операции РЕПО – довольно распространенный во всем мире способ обеспеченного кредитования ценными бумагами или денежными средствами. В международной практике операцией РЕПО признают сделку, которая включает покупку или продажу ценных бумаг в определенный момент времени и обратную продажу или покупку тех же или в заранее обусловленном смысле эквивалентных ценных бумаг через определенный промежуток времени между одними и теми же сторонами. В момент заключения сделки у обеих сторон возникают обязательства по обратному выкупу или продаже.

Основной характерной чертой операций РЕПО, отличающей их от подобных операций кредитования, в том числе под залог ценных бумаг, является совместная с передачей денежных средств (от покупателя к продавцу) встречная передача ценных бумаг (от продавца к покупателю) с переходом к покупателю права собственности на переданные (проданные) ему продавцом ценные бумаги.

По состоянию на январь 2012 года лидирующими операторами междилерского РЕПО являются ОАО «Промсвязьбанк», ЗАО «Инвестиционная компания Тройка Диалог», ОАО «Сбербанк России», ОАО «Газпромбанк», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Хантымансийский Банк», ОАО «ТрансКредит-Банк», ОАО «Альфа Банк», ЗАО «ЮниКредитБанк», ОАО Банк «Северный морской путь».

Также ОФЗ использовались при получении ломбардных кредитов Банка России, внутрисуточных кредитов и кредитов «овернайт».

В 2011 году обстановка на денежном рынке была одним из ключевых обстоятельств изменения рыночной доходности ОФЗ. В сентябре этого же года произошла смена от структурного избытка ликвидности банковского сектора к ее дефициту, что повлияло на повышение краткосрочных процент-

ных ставок. Рыночная доходность облигаций федерального займа стала прогрессивно нарастать.⁵

На внутреннем рынке корпоративных облигаций в 2011 году за все время существования в обращение был выпущен рекордный годовой объем. На ММВБ было размещено 190 новых эмиссий корпоративных облигаций общим объемом в 924,3 млрд рублей по номинальной стоимости. Из них на долю кредитных организаций приходилось 28 % таких облигаций. По результатам 2011 года, величина портфеля корпоративных облигаций, обращающихся на внутреннем рынке, возросла в сравнении с концом 2010 года на 16 %, составив 3436,6 млрд рублей по номинальной стоимости. В отчетном году произошло оживление активности участников вторичных торгов корпоративными облигациями. На протяжении 2011 года динамика котировок корпоративных облигаций была гетерогенной.

С января по июнь 2011 года рентабельность наиболее ликвидных корпоративных облигаций главным образом сократилась, достигнув в июле 2011 года своего минимального значения (6,86 % годовых), а во втором полугодии – существенно возросла. Средняя доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций на вторичном рынке за 2011 год уменьшилась с 7,9 до 7,7 % годовых. Средняя за 2011 год доходность корпоративных облигаций кредитных организаций снизилась по отношению к 2010 году на 0,3 процентного пункта и составила 7,7 % годовых.

Следует отметить, что организации используют выпуск облигаций в связи с тем, что:

- размер займа может составлять миллиарды долларов, именно такие суммы можно заимствовать на рынке облигаций;
- банки не всегда предлагают конкурентоспособные ставки финансирования, к которым стремятся заемщики;
- в случае финансирования длительного инвестиционного проекта необходимый срок займа превышает тот срок, на который банк готов выделить средства;
- на рынке облигаций возможно быстрое (иногда в течение суток) получение денежных средств.

Выделяют как преимущества, так и недостатки выпуска облигаций. Преимущества: при выпуске облигаций обеспечение может не требоваться; возможно привлечение значительных сумм на длительный период и под бо-

⁵ Годовой обзор финансового рынка за 2011 год. Департамент исследований и информации Банка России. [Электронный ресурс] <www.cbr.ru>

лее лояльную в сравнении с кредитом процентную ставку; благоприятствует созданию публичной кредитной истории; возможно более гибкое налоговое и финансовое планирование, вероятность управлять суммой долга через операции купли/продажи собственных ценных бумаг; при больших объемах выпуска обходится дешевле кредитов; более развит вторичный рынок, чем у векселей, так как отсутствует необходимость в проведении экспертизы подлинности, правильности и достоверности цепочки индоссаментов (передаточных надписей на обратной стороне ценной бумаги, в соответствии с которыми права по этой бумаге переходят от одного лица к другому).

Недостатки: важна прозрачность и открытость деятельности компании; в случае небольших сумм выпуска является дорогим способом привлечения.

Направления использования различных форм финансирования определяются их преимуществами и недостатками. Для пополнения оборотных средств большей частью пускают в ход векселя и кредиты. Для финансирования продолжительных инвестиционных проектов в основном используются облигации.

При образовании инвестиционного портфеля необходимо правильно оценить инвестиционную привлекательность фондовых инструментов, что является важной задачей в данном аспекте. Существует два подхода в банковской деятельности. Один из них базируется на конъюнктуре рынка, когда изучается изменение курсов; другой основывается на рассмотрении инвестиционных признаков и характеристик ценной бумаги. Такие инвестиционные характеристики представляют финансово-экономическое положение эмитента или сферы, к которой он принадлежит.

Фундаментальный анализ базируется на оценке эмитента, т. е. его доходов, активов и пассивов компании, объема продаж, нормы прибыли на собственный капитал и других параметрах, которые характеризуют его деятельность и уровень управления. Анализ осуществляется на основании бухгалтерской отчетности и других документов, публикуемых эмитентом, вследствие чего принимается решение о целесообразности покупки либо продажи данного вида ценных бумаг.

В противовес, технический анализ предусматривает, что все фундаментальные факторы резюмируются и выражаются в ценах фондового рынка. Основным посылом, на котором зиждется технический анализ, является то, что в динамике биржевых курсов уже показана полная информация, которая публикуется с течением времени в отчетах эмитента и является объектом

фундаментального анализа.⁶ Целью технического анализа считается исследование спроса и предложения ценных бумаг, а также изменение курсов и количества сделок по их купле-продаже.

Таким образом, вложения банков в ликвидные ценные бумаги играют ряд важных функций в задачах внутрибанковского управления. Такие ценные бумаги гарантируют дополнительный, отличный от кредитов, источник дохода, который имеет особое значение для руководства и акционеров банка, в случае снижения доходов по предоставленным ссудам. Инвестиции банков в ценные бумаги в определенные периоды могут быть рисковыми, но несмотря на это «львиная доля» инвестиционного портфеля должна приносить банку надежный и стабильный доход.

Тюляев О.Н., аспирант

Попова Е.М., д.э.н., профессор – научный руководитель

ВОЗМОЖНОСТИ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ СЕВЕРО-ЗАПАДА

Строительная отрасль всегда играла первостепенную роль в решении социальных и экономических задач, стоящих перед государством и обществом. Для восстановления и укрепления экономики региона в посткризисный период необходимы значительные инвестиции в строительство. Приоритетными направлениями инвестирования на данном этапе наряду со строительством жилой и коммерческой недвижимости следует считать возведение всевозможных инфраструктурных объектов. Основными источниками привлечения финансирования в строительство являются: средства дольщиков, средства, привлеченные с рынка ценных бумаг, средства, выделенные из государственных бюджетов, средства, полученные от банков в рамках проектного и инвестиционного кредитования.

Из них наиболее перспективным источником финансирования, на наш взгляд, является банковское кредитование. В современной банковской практике используются два типа предоставления средств для строителей. Это инвестиционное и проектное кредитование.

⁶ *Костерина Т.М.* Банковское дело. – М., 2009. – 142 с.

Под инвестиционным кредитованием понимается финансирование инвестиционного проекта в форме предоставления кредита (выдачи гарантий, организации лизингового финансирования), при котором источником погашения обязательств является вся хозяйственная и финансовая деятельность заемщика, включая доходы, генерируемые проектом.

Под проектным кредитованием следует понимать участие банка в инвестиционном проекте в форме предоставления кредитов (выдачи гарантий, организации лизингового финансирования), при реализации которого возврат вложенных средств и получение доходов осуществляется на этапе эксплуатации проекта преимущественно из потока денежных средств генерируемого самим проектом.

Таким образом, инвестиционное и проектное кредитование подразумевают под собой наличие нового или существующего проекта, для реализации или модернизации которого необходимы кредитные ресурсы, привлекаемые со стороны инвесторов. Часто активным инвестором таких проектов является банк, который берет на себя часть рисков, связанных с реализацией подобной сделки. Решение о финансировании банк принимает на основе комплексного анализа проекта и компании-заемщика, учитывая как показатели финансовой устойчивости и стабильности, так и деловой репутации конечных бенефициаров.

Долгосрочное размещение средств, связанное с таким видом кредитования, сопряжено с возрастающими рисками для банков, что, соответственно, делает их политику более консервативной в периоды финансовой нестабильности. Данный тезис был подтвержден в 2008–2010 годах, когда банки значительно сократили объем сотрудничества со строителями.

Сейчас банки стали снова охотнее кредитовать строительные проекты, что подтверждает увеличение объема рынка кредитования этого сектора за первое полугодие 2012 года на 7,8 % (за 2008 год он вырос на 36 %, за 2007-й – на 87 %)¹. Однако стоит отметить, что до достижения докризисных показателей еще далеко. Так, по мнению экспертов, объем кредитования строительного сектора сейчас на 20–30 % ниже объемов середины 2008 года. При этом доля кредитов, выданных строителям Северо-Западным банком Сбербанка России, составила 25 % от общего кредитного портфеля банка, 22 % в кредитном портфеле Северо-Западного регионального центра ОАО

¹ Луиза Бычкова. Как банкиры размораживают стройки. Новостная лента о банковском бизнесе от 01.02.2011. [Электронный ресурс] <<http://bankir.ru/publikacii/s/kak-bankiri-razmorajivaut-stroiki-8731308/>>

Банк ВТБ, 21 % в ОАО банк Санкт-Петербург, где в абсолютных показателях объем ссудной задолженности составил 51,7 млрд руб. против 46,07 млрд руб. годом ранее.

Такое увеличение спроса на кредиты со стороны строительных компаний в Северо-Западном регионе объясняется большим количеством новых заявленных проектов, которые были приостановлены в связи с кризисом 2008 года. Сейчас помимо возобновления активности по отложенным старым проектам наблюдается активное инициирование новых. Так, по данным службы Госстройнадзора и экспертизы Санкт-Петербурга, в 2011 году было выдано 498 разрешений на строительство, что на 10 % превышает показатель 2010 года. При этом за период с 1 января по 17 августа 2012 года выдано уже 313 разрешений.² Данная статистика говорит о высокой активности строителей в Северо-Западном регионе и о растущих потребностях этой отрасли в финансировании. Тем не менее аналитики считают, что строительный сектор еще не полностью восстановился и содержит множество рисков.

В настоящее время банки достаточно консервативно подходят к выбору строительных проектов. В частности, предпочтение отдается крупным компаниям, которые успешно зарекомендовали себя во время кризиса и имеют длительную историю. Соответственно, небольшим компаниям крайне сложно получить доступ к инвестиционному и проектному кредитованию, ну а если удастся получить соответствующее решение коллегиального органа банка, то ставки с учетом закладываемых рисков оказываются зачастую заградительными и ставят эффективность самого проекта под сомнение. Такая политика со стороны банков существенно замедляет развитие строительства в регионе и делает проекты более дорогими.

Для разрешения данной проблемы необходимо найти такие формы кредитования, которые способны удовлетворять потребности клиентов в части сроков и ставок по кредитам, сохраняя приемлемые для банков риски по ним. Как альтернативу инвестиционному и проектному кредитованию можно рассматривать довольно молодой продукт для российской банковской системы – кредитование с обеспечением в виде залога объектов коммерческой недвижимости. Кредит под залог коммерческой недвижимости распространен в странах Западной Европы, США и получил там огромную популярность по ряду причин.

² *Андрей Жуков.* Петербургские банки готовы финансировать лишь крупные строительные компании с надежной репутацией. [Электронный ресурс] <<http://www.rbcdaily.ru/2012/08/29/finance/562949984610710>> (29.08.2012).

Данный вид кредита является привлекательным для заемщика, благодаря относительно низким процентным ставкам. Пониженные процентные ставки банки готовы предложить по данному продукту в связи с тем, что риски, которые связаны с невозвратом кредита, сводятся к минимуму из-за хорошего обеспечения.

При определении максимально возможной суммы кредита рассчитывается общий денежный поток, генерируемый данным объектом и в то же время определяется залоговая стоимость. Исходя из значений данных величин, делается вывод о сумме возможной сделки. Как правило, меньшая из полученных величин определяет кредитный лимит.

В рамках такого кредитного продукта средства предоставляются на текущую деятельность, что позволяет распределять их по усмотрению клиента. В табл. 1 представлены основные характеристики сравниваемых типов кредитования.

Таблица 2

Сравнение основных параметров инвестиционного кредитования и ипотечного кредитования под залог объектов коммерческой недвижимости

Параметр кредита	Проектное (инвестиционное) кредитование	Ипотечное кредитование под залог объекта коммерческой недвижимости
<i>Цель кредитования</i>	На финансирование конкретного проекта	На цели, предусмотренные уставом заемщика
<i>Обеспечение</i>	Нет обязательных требований	Ипотека объекта недвижимости
<i>Срок кредита</i>	В соответствии со сроком реализации проекта	В соответствии с потребностью клиента
<i>Платежи по кредиту, порядок погашения кредита</i>	График погашения кредита устанавливается таким образом, чтобы платежи по кредиту были синхронизированы с планируемыми поступлениями денежных средств на эксплуатационной фазе проекта	График погашения кредита устанавливается таким образом, чтобы на протяжении всего периода кредитования генерируемый на каждом периоде планирования чистый поток денежных средств заемщика превышал сумму расходов данного периода по обслуживанию и погашению задолженности
<i>Специфические требования</i>	Необходимо значительное собственное участие в капитале проекта. Необходимо технико-экономическое обоснование проекта	Необходимо провести оценку объекта недвижимости

Сведения из таблицы подтверждают, что долгосрочное ипотечное кредитование имеет ряд преимуществ в сравнении с классическим проектным и инвестиционным кредитованием, так как, *во-первых*, отсутствует привязанность заемщика к конкретному проекту и, *во-вторых*, позволяет вести более маневренную финансовую политику в компании. Кроме того, сроки рассмотрения данного вида кредита значительно более сжатые, чем при проектном кредитовании.

Однако наряду с обозначенными преимуществами ипотечного кредитования под залог объекта коммерческой недвижимости, следует отметить, что только крупные холдинги обладают достаточным объемом коммерческой недвижимости, который может удовлетворить потребность в проектном кредитовании. Таким образом, малым компаниям, не обладающим достаточно ликвидной коммерческой недвижимостью, не представляется возможным решать инвестиционные задачи при помощи такого вида кредитования, так как существует вероятность недофинансирования проекта.

Несомненным плюсом данного кредитного продукта также является возможность обеспечить относительно дешевыми долгосрочными кредитами крупных игроков рынка коммерческой недвижимости, что подстегнет их к активному инвестированию в новые проекты. Так, в первом полугодии 2012 г. для нефинансовых организаций ставка по таким кредитам в рублях находилась на уровне 10 %, тогда как средняя ставка по кредитам, связанным с проектным кредитованием, была на уровне 12 % годовых³.

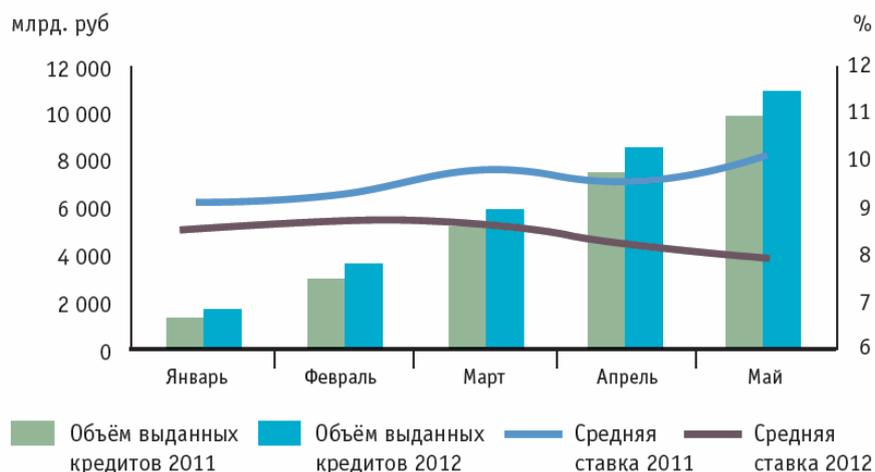


Рис. 1. Статистика кредитования под залог объектов коммерческой недвижимости в России

³ Аналитический обзор международной консалтинговой компании Knight Frank. 1 полугодие 2012 года рынок инвестиций.

В целом, имея в виду, что объем инвестиций в недвижимость в 2011 г. вырос более, чем на 70 % по сравнению с показателем 2010 года (согласно данным Петростата, объем иностранных инвестиций в строительную отрасль Петербурга в 2010 году составил \$ 70,9 млн против \$ 359,6 млн в 2009 году), общий их уровень далек от докризисного. Именно поиск новых источников внутренних инвестиций в строительную отрасль является сейчас приоритетным направлением для Санкт-Петербурга.

По данным компании Colliers, за первое полугодие 2012 г. общий объем закрытых сделок купли-продажи объектов коммерческой недвижимости в Петербурге, включая покупку участков под жилищную застройку, составил около \$ 150 млн⁴, что свидетельствует о высокой кредитоемкости рынка коммерческой недвижимости. При реализации потенциала ипотечного кредитования под залог объектов коммерческой недвижимости, на наш взгляд, станет возможным сохранить растущие объемы кредитования строительного сектора даже при грядущем ухудшении ставок фондирования банков.

Таким образом, считаем, что рассмотренный вид кредитования может увеличить инвестиционную активность строителей, что в конечном счете увеличит обращение девелоперов к кредитным ресурсам и позволит сохранить наметившуюся ранее тенденцию вывода Санкт-Петербурга на второе место в России по объему инвестиций в строительство и соответственно всего Северо-Западного региона, приблизив его к западноевропейскому уровню инвестиционной привлекательности.

Чернова А.И., магистрант

Лебедева Т.В., к.э.н., доцент – научный руководитель

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА РОССИИ

Динамичное развитие банковского сектора России в последнее десятилетие привело к увеличению концентрации рисков и возможности возникновения кризисных ситуаций в экономике. В этих условиях проблема финансовой устойчивости банковского сектора выходит на первый план. Как бы ни развивались национальные банковские системы, они должны эффективно

⁴ Аналитический обзор международной консалтинговой компании Colliers International. Обзор рынка недвижимости. 1-е полугодие 2012 года.

функционировать, обслуживая экономическую деятельность страны. Основу такого стабильного функционирования составляет собственный капитал банков. Для обеспечения стабильности мировой банковской системы в целом ключевым является поддержание достаточности банковского капитала выше минимально установленных значений. Пристальное внимание к данному вопросу обусловлено в первую очередь тем, что, с одной стороны, международная финансовая система становится все более интегрированной в глобальных масштабах, а с другой – регулирование банковской деятельности во всех странах различно и в наибольшей степени это касается требований, предъявляемых к капиталу банков.

Среди новаций Базеля III целый ряд так называемых буферов капитала, т. е. дополнительных «подушек» капитала, которые должны повысить устойчивость банков и банковского сектора:

- буфер консервации;
- контрциклический буфер;
- буфер, которым должны располагать системно значимые банки.

Впрочем, и сам капитал тоже является стоимостным буфером между обязательствами и собственными средствами банка. Одновременно некоторыми странами ставится вопрос о так называемом системном буфере, т. е. о надбавках к капиталу, которые могут устанавливать регуляторы для того, чтобы дополнительно защитить свои банковские системы.¹

В основном все эти буферы должны решать на системной основе задачи повышения устойчивости крупнейших банков и банковских систем благодаря увеличению «толщины» и периметра подушки капитала (последнее – в части рыночных рисков), а также благодаря смягчению влияния на поведение банков в силу применения контрциклической составляющей регулятивных требований.

Несмотря на перечисленные новации в регулировании капитала в Базеле III, многие специалисты утверждают, что ответ на вопрос «Сколько на самом деле необходимо капитала банку для долгой и стабильной работы» не дан, и многие, скорее, склоняются «видеть перспективы ответа на этот вопрос во втором компоненте Базеля II, чем в Базеле III. Второй компонент, правда, не содержит прямого ответа на вопрос, но в нем есть указатель на направление, двигаясь по которому, можно подойти ближе к ответу.²

¹ Симаковский А.Ю. Банковская реформа: отдельные аспекты // Деньги и кредит. – 2012. – № 8. – С. 7.

² Симаковский А.Ю. Банковская реформа: отдельные аспекты // Деньги и кредит. – 2012. – № 8. – С. 7.

Рассмотрим более детально проблемы, связанные с внедрением рекомендаций Базельского комитета. Первая проблема связана с последовательностью внедрения и процессом внедрения. Один из ключевых элементов финансовой реформы – создаваемые буферы связаны, как мы уже говорили, с капиталом и ликвидностью. Внедрение требований к капиталу, согласно Базелю III, будет проходить с 2013 г. и до 2019 г. В таблице ниже приведены существенные изменения в требованиях Базеля III по сравнению с Базелем II.

Таблица

Сравнение требований Базеля II и Базеля III³

Показатель	Базель II	Базель III
Минимальная достаточность капитала	8,0 %	10,5 %
Минимальная достаточность капитала I уровня	4,0 %	6,0 %
Минимальная достаточность основного капитала I уровня	2,0 %	4,5 %
Буфер консервации капитала	–	2,5 %
Контрциклический буфер	–	от 0 до 2,5 %
Коэффициент левериджа	–	3,0 %
LCR	–	100 %
NSFR	–	100 %

К 2019 г. уровень минимальной достаточности капитала должен быть поэтапно повышен с обязательных в настоящий момент 8 до 10,5 %, а доля обладающего максимальной надежностью капитала I уровня – с 2 до 4,5 %. Доли добавочного капитала I уровня и капитала II уровня должны, наоборот, снизиться. Кроме того, для накопления банками капитала на случай рыночного стресса Базель III предусматривает создание т. н. буфера консервации капитала на уровне 2,5 % от суммы активов, взвешенных по степени риска. Он должен быть сформирован равными частями в период 2016–2019 гг. Кроме того, каждым национальным регулятором для своей юрисдикции должен быть установлен контрциклический буфер в диапазоне от 0 до 2,5 % от суммы активов, взвешенных по степени риска. Также Базельский комитет до-

³ Попова Е.М., Тюрин Е.И. Базель III – новые международные стандарты банковского надзора // Банковские услуги. – 2012. – № 4. – С. 6.

полнил перечень нормативных показателей коэффициентом левириджа, который должен рассчитываться как отношение капитала к активам без взвешивания по риску: Капитал/Активы > 3 %.⁴ Период наблюдения регуляторами за коэффициентом левириджа начался в 2011 г. С 2015 г. публичное раскрытие его значения станет обязательным. А с 2018 г. он дополнит перечень нормативов, отслеживаемых органами надзора в рамках контроля достаточности капитала.

Что касается контроля ликвидности, хотелось бы сказать о новых инструментах Базеля III:

- коэффициент ликвидного покрытия (liquidity cover ratio – LCR), этот показатель должен быть > 100%;
- коэффициент чистого стабильного фондирования (net stable funding ratio – NSFR), требуемое стабильное финансирование > 100 %.

Предполагается, что пересмотр требований к капиталу и ликвидности банков будет содействовать росту капитализации банковских систем, увеличению запасов ликвидности.

Таким образом, мы получаем большую детализацию необходимых индикаторов. Базельский комитет по банковскому надзору начал проводить регулярный анализ национальных систем по этим индикаторам: и минимальной достаточности капитала разных уровней, и по другим коэффициентам. В результате такого мониторинга и своевременного внедрения принципов на национальном уровне возможно создание гораздо более организованной последовательной системы и усиление стабильности.

Для обеспечения финансовой стабильности в банковском секторе и в целом в мировой экономике необходимы своевременные и обоснованные финансовые реформы. Ключевые элементы финансовой реформы:⁵

- необходимы надежные буферы банковской системы – капитал, ликвидность, здоровая инфраструктура. Это будет способствовать предотвращению макроэкономических «сюрпризов» на различных рынках и сможет препятствовать разрушению финансовой системы;
- сохранение финансовой стабильности, что подразумевает использование различных политик, сочетание макроэкономических и микроэкономических факторов, которые могут внести свой вклад в финансовую стабильность;

⁴ *Попова Е.М., Тюрин Е.И.* Базель III – новые международные стандарты банковского надзора // Банковские услуги. – 2012. – № 4. – С. 3.

⁵ *Хайме Каруана.* Достижения и вызовы финансовой реформы // Деньги и кредит. – 2012. – № 8. – С. 4.

- глобализация финансовой системы требует последовательного внедрения правил;

- создание сильной финансовой системы не только для общественно-го, но и для частного сектора, который готов внести свой вклад в финансовую стабильность. Менеджмент банков должен внедрять систему управления рисками, лучше стимулировать своих сотрудников, что может привести к снижению доходов, но обеспечит большую безопасность в работе как отдельного банка, так и всей банковской системы.

Инструкция Банка России от 16.01.2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков» устанавливает числовые значения и методику расчета нескольких обязательных нормативов банков, в их числе достаточность собственных средств (капитала) банка. Норматив достаточности собственных средств (капитала) банка (Н1) регулирует (ограничивает) риск несостоятельности банка и определяет требования по минимальной величине собственных средств (капитала) банка, необходимых для покрытия кредитного, операционного и рыночного рисков. Норматив Н1 определяется как отношение размера собственных средств (капитала) банка и суммы его активов, взвешенных по уровню риска.⁶

Рассмотрим изменения норматива Н1, в соответствии с последней редакцией данной инструкции от 20.04.2011 г.

Ранее минимально допустимое числовое значение норматива Н1 было связано с размером собственных средств (капитала) банка. Если размер собственных средств (капитала) банка был ниже 180 миллионов рублей, то минимальное значение норматива Н1 составляло 11 %; если же был больше 180 миллионов рублей, то 10 %. С 1 июля 2012 г. установлен единый норматив Н1 для всех банков, равный 10 %.⁷

Важным условием развития банковского сектора и повышения устойчивости кредитных организаций является увеличение размера собственных средств (капитала), улучшение его качества и обеспечение достаточного уровня покрытия капиталом принимаемых кредитными организациями рисков.

С 1 января 2012 г. размер собственных средств (капитала) для всех банков должен составлять не менее 180 млн рублей. Минимальный размер уставного капитала вновь создаваемого банка с 1 января 2012 г. установлен

⁶ Об обязательных нормативах банков: Инструкция Банка России 110-И от 16.01.2004 г. (ред. от 20.04.2011).

⁷ Там же.

в сумме 300 млн рублей. Минимальная величина собственных средств (капитала) банков с 1 января 2015 г. составит 300 млн рублей.⁸

Ожидаемые результаты развития банковского сектора базируются на положениях Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года и учитывают необходимость совершенствования модели банковского бизнеса.

Предполагается, что к 1 января 2016 г. банковским сектором будут достигнуты следующие совокупные показатели: активы/ВВП – более 90 процентов (на 1 января 2011 г. – 76 процентов); капитал/ВВП – 14–15 процентов (на 1 января 2011 г. – 10,6 процента); кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам/ВВП – 55–60 процентов (на 1 января 2011 г. – 40,8 процента).⁹

При этом Правительство Российской Федерации и Банк России исходят из того, что первостепенное значение имеют качественные характеристики развития – характер и уровень предоставляемых банковских услуг, уровень конкуренции в банковском секторе, устойчивость и транспарентность кредитных организаций, предопределяющие усиление роли банков в инновационных процессах реального сектора экономики и повышении эффективности инвестиций.

Банк России предполагает начать предъявлять требования к кредитным организациям по разработке и применению внутренних процедур оценки достаточности капитала поэтапно, начиная с крупнейших кредитных организаций, с тем чтобы к 2017 году такие процедуры применяли все действующие кредитные организации. Предполагается также, что кредитные организации, завершившие внедрение внутренних процедур оценки достаточности капитала, будут предоставлять Банку России ежегодную информацию о результатах внутренней оценки достаточности капитала.

В соответствии с положениями Компонента 2 Базеля II разработанные кредитными организациями внутренние процедуры оценки достаточности капитала будут подвергаться оценке со стороны Банка России в рамках осуществления надзорного процесса. В то же время важно исходить из того, что наличие у кредитной организации эффективных внутренних процедур оценки достаточности капитала находится прежде всего в интересах собственни-

⁸ «О банках и банковской деятельности». Федеральный закон от 02.12.1990 г. № 395-1 ред. от 29.06.2012 г.

⁹ «О стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года»: Заявление Правительства РФ № 1472п-П13, Банка России № 01-001/1280 от 05.04.2011 г. // Вестник Банка России. – М. – 2011. – № 21. – С. 82.

ков, кредиторов, клиентов и сотрудников самой кредитной организации, имея в виду, что все указанные стороны заинтересованы в продолжении деятельности кредитной организации, то есть в том, чтобы принимаемые кредитной организацией риски не создавали угрозы для ее существования.

Вместе с тем наряду с существенным ростом показателей развития банковского сектора сохраняются проблемы ведения банковского бизнеса, вследствие которых конкурентоспособность российских кредитных организаций и банковского сектора в целом остается недостаточной. Это обусловлено различными факторами, лежащими как вне, так и внутри банковского сектора.

К внешним факторам относятся, в частности, недиверсифицированность экономики и общий дефицит ее инвестиционных возможностей, ограниченность и преимущественно краткосрочный характер кредитных ресурсов, высокий уровень непрофильных (административных) расходов кредитных организаций, в том числе связанных с проведением проверок соблюдения кассовой дисциплины клиентами и хранением больших объемов документов в бумажной форме. Мошенничество пока продолжает оставаться весьма распространенным явлением, с которым приходится сталкиваться как самим банкам, так и регуляторам. В целях повышения конкурентоспособности банковского бизнеса требуется повышение уровня защиты частной собственности, включая формирование стандартных юридических конструкций, защищающих интересы кредиторов, повышение эффективности судебной системы с точки зрения сроков и качества принимаемых решений.

В качестве внутренних недостатков банковского сектора можно отметить: безответственность владельцев и менеджмента некоторых банков при принятии бизнес-решений, диктуемых погоней за краткосрочной прибылью в ущерб финансовой устойчивости; неудовлетворительное в ряде случаев состояние управления, включая корпоративный аспект и управление рисками, в том числе вследствие ориентации кредитных организаций на обслуживание бизнеса владельцев; существование непрозрачных для регулятора и рынка форм деятельности, недостоверность учета и отчетности, приводящие к искажению информации о работе кредитных организаций; вовлеченность отдельных кредитных организаций в противоправную деятельность; недостаточная технологическая надежность информационных систем кредитных организаций, включая технологии дистанционного банковского обслуживания. Указанные недостатки снижают авторитет банковского сообщества и уровень доверия к банковскому сектору, ухудшают возможности привлечения банками инвестиций.

Аллахвердян Я.С., магистрант

Семченко А.А., к.э.н., доцент – научный руководитель

О ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В НЕДВИЖИМОСТЬ НА ПРИМЕРЕ РЫНКА САНКТ-ПЕТЕРБУРГА

Современная экономика с учетом динамичности ее развития является серьезной основой для выявления уникальных конкурентных преимуществ и предпринимательских способностей.

Современное предприятие способно конкурировать за счет инноваций, в первую очередь представленных ИТ-сферой. В этом ракурсе именно интернет является передовым направлением развития, однако следует отметить, что наряду с ИТ-сферой существует и сектор реальной экономики, представленный заводами, фабриками, добывающими предприятиями и т. п. Как правило, это очень трудоемко, т. к. необходимо выбрать отрасль, определиться с оборудованием, специалистами, поставщиками и т. д. Немногие готовы к такому труду, чаще всего, да и проще всего пойти работать на одно из таких предприятий, чем самому организовывать работу хоть небольшого завода по производству чего-либо.

Следует отметить, что кроме ИТ-сферы и реального промышленного сектора экономики важной составляющей предпринимательской деятельности выступают пассивные инвесторы, основная цель которых – увеличение капитала, укрупнение. Также процесс инвестирования возможен в различных отраслях народного хозяйства. Инвесторы, как правило, серьезные люди с солидным опытом собственной предпринимательской деятельности, которая явилась основой накопления инвестиционного капитала. Одно из основных отличий инвестора от частного предпринимателя состоит в поиске стабильных гарантированных финансовых результатов с учетом минимизации рисков потерь. Следовательно, инвестирование в недвижимость является оптимальным решением в первую очередь потому, что риски потерь вложенного капитала в недвижимость меньше, чем риск вложения, например, в ценные

бумаги. Приведем цитату президента медиа-группы «РЦБ» господина Коланькова: «Ведь нельзя сказать, что государство ничего не предпринимает для повышения инвестиционного климата страны – одних только институтов развития за последние годы создано столько, что пальцев не хватит их пересчитать: Российский фонд прямых инвестиций, РВК, фонд „Сколково“, Агентство стратегических инициатив, „РОСНАНО“, Российский банк поддержки малого и среднего предпринимательства. И это только на федеральном уровне, аналогичные структуры существуют и в регионах. И все заняты вполне реальными проектами и полезными делами, кого из руководителей ни спроси – везде бурлит жизнь. А инвестиционный климат все равно плохой». Следовательно, даже специалисты рынка ценных бумаг отмечают слишком высокую степень риска и негативные перспективы инвестиций в ценные бумаги.

В целом, по мнению ведущих экономистов, 2012 год стал тяжелым для экономики России, так как общемировые проблемы коснулись и нашей страны. Это мнение разделяет и президент Ассоциации риэлторов Санкт-Петербурга господин Виноградов, который отмечает, что неблагоприятное состояние отечественной промышленности, повышение ипотечных ставок, медленное развитие малого и среднего бизнеса, продолжающийся отток капитала из страны и ряд других факторов негативно сказались на динамике развития рынка недвижимости России, в том числе и Петербурга. Однако прогнозов двухлетней давности, когда в 2012 году российскому рынку недвижимости обещали возвращение к докризисным позициям, уже никто не дает, но стабильность обещают. Таким образом, инвестиционный климат для инвестиций в ценные бумаги не самый лучший, а на рынке недвижимости, даже с учетом негативных влияний разных факторов, просматривается некоторая стабильность.

По нашему мнению, несмотря на многие негативные факторы, недвижимость представляет собой одну из наиболее перспективных направлений для инвестиций. В настоящее время инвесторы стремятся к стабильности, поскольку рыночная среда не может ее гарантировать. Так, зачастую даже заработная плата зависит от объема выручки, уровень которой может постоянно меняться. Отсутствие стабильности преследует людей везде, начиная от заработка и заканчивая психологическим состоянием, ведь трудно сдерживать эмоции от того, что, запланировав большие расходы на следующий месяц, возможно получишь меньше нужного просто потому, что работаешь и живешь в нестабильном мире, все взаимосвязано, один фактор влияет на другой.

Федеральный закон от 21.07.97 № 122-ФЗ (ред. от 05.06.2012 с изменениями, вступившими в силу с 18.06.2012) «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ними» содержит следующее определение:

«Недвижимое имущество (недвижимость), право на которое подлежит государственной регистрации в соответствии с настоящим федеральным законом, – земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все объекты, которые связаны с землей так, что их перемещение без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе здания, сооружения, жилые и нежилые помещения, леса и многолетние насаждения, кондоминимумы, предприятия как имущественные комплексы».

Следует отметить, что экономическая сущность недвижимости проявляется в следующем:

– выступая в виде основных производственных фондов, она обеспечивает выпуск продукции и удовлетворение потребностей человека в этой продукции. Чем эффективнее используется недвижимость, тем больше производится продукции и прибыли, и появляется возможность воспроизводства недвижимости;

– в виде объектов общественной инфраструктуры (школы, больницы, театры и т. п.) недвижимость обеспечивает социальные потребности общества в услугах и способствует достижению экономических целей;

– жилые помещения обеспечивают потребность в жилой площади, являются недвижимостью, принадлежащей огромному количеству владельцев. Определяется как капитал, находящийся в постоянном обороте;

– земля, водные ресурсы, пахотные земли, леса, месторождения сырьевых ресурсов, искусственные сооружения, созданные человеческим трудом, приобретают новую цену, которая зависит от эффективности их совместного использования за счет улучшения земли.

Интересы государства от обращения недвижимости это: суммы от налогообложения; плата за лицензирование деятельности; ипотечное кредитование; суммы от приватизаций; оплата информации; управление ценообразованием в стране; рентные платежи; обеспечение занятости.

Экономический подход к недвижимости позволяет удовлетворять потребности по прямому назначению функционально: жилье на рынке недвижимости может иметь различную стоимость, в зависимости от различных характеристик.

Также недвижимостью как товаром может быть успешно реализована, если она отвечает требованиям рынка недвижимости в данное время, в определенном месте по определенным характеристикам.

Исходя из определения недвижимости и её экономической сущности, она является более привлекательной для целей инвестирования.

Понятие «инвестирование» менее обширно представлено в различных изданиях, чем понятие «инвестиции», но различные его трактовки налицо. Иногда понятие «инвестирование» заменяется понятием «инвестиционная деятельность».

Инвестирование – совокупность практических действий граждан, юридических лиц и государства по реализации инвестиций.

Инвестиционная деятельность представляет совокупность практических действий физических и юридических лиц по реализации инвестиций. Объектами инвестиционной деятельности могут выступать вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды, оборотные средства во всех отраслях народного хозяйства, ценные бумаги (облигации, акции и т. д.), научно-техническая продукция, имущественные права, права на интеллектуальную собственность.

Другими словами, можно сказать, инвестирование – это вложение капитала в какое-либо предприятие, дело.

Как сообщает официальный портал РИАНовости: «Россияне считают самым надежным способом вложения денег покупку недвижимости», – свидетельствуют результаты опроса, проведенного Всероссийским центром изучения общественного мнения (ВЦИОМ). Следует отметить, что действительно это так, поскольку недвижимость является самым надежным способом инвестирования, по мнению 43 % опрошенных. На втором месте – открытие счета в Сбербанке (29 %), на третьем – покупка золота и драгоценностей (24 %).

Наименее удачными видами вложений россияне признали накопление денег в рублях в наличном виде (12 %), приобретение акций предприятий (6 %), открытие счета в коммерческом банке (5 %), вклады в пенсионные фонды (4 %) и в паевые инвестиционные фонды (1 %).

По нашему мнению, можно выделить четыре основные пути извлечения дохода от инвестирования в недвижимость:

1. Инвестор получает некоторые денежные средства, сдавая недвижимость в аренду.

2. Инвестор получает прирост собственного пассивного капитала в условиях постоянного увеличения рыночных цен на недвижимость.

3. Недвижимость может приносить пользу при ее эксплуатации.

4. Инвестор получает значительный доход при удачной перепродаже объекта недвижимости.

Рассмотрим подробнее пример, когда инвестор хочет увеличить свой капитал за счет увеличения рыночных цен на недвижимость. Как показывает история, даже инвесторы-дилетанты, вкладывая деньги в недвижимость, могут получить серьезную прибыль. Рассмотрим индекс цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге в период с 01.01.2011 по 16.06.2012 года (рис. 1). Изменение цен за указанный период составило: 5,95 %, а на первичном рынке: 81359,9 руб./кв.м.

Таким образом, изменение цен за указанный период составило – 7,1 %.

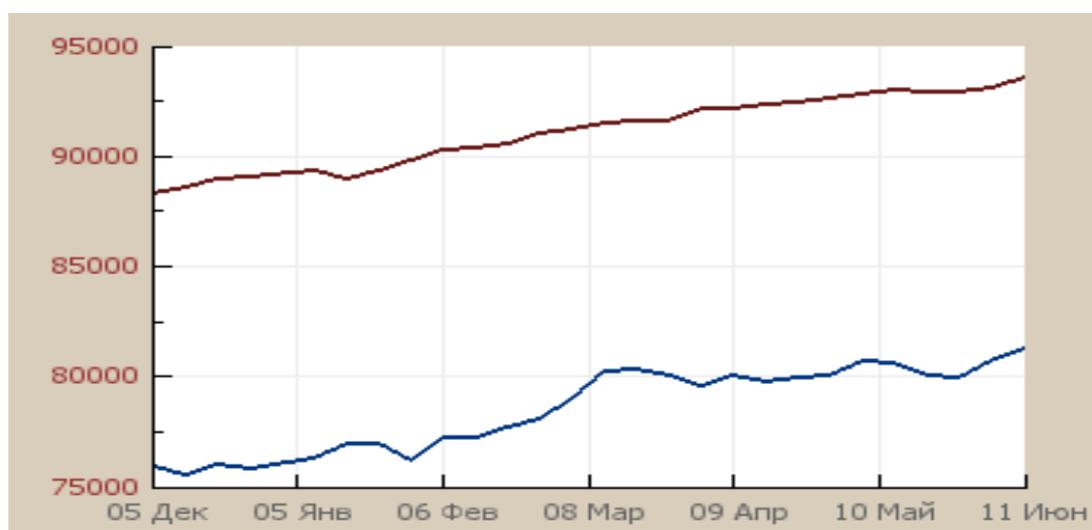


Рис. 1. Индекс цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге в период с 01.01.2011 по 16.06.2012 год

По официальным данным, инфляция в РФ до конца 2012 года составит 6,5 % в результате происходившего в последнее время ослабления курса рубля, считает глава миссии МВФ в РФ А. Спиллибергер: «С учетом выхода экономики на уровень выше ее потенциала, изменения направления действия факторов, сдерживающих рост цен со стороны предложения, и происходившего в последнее время ослабления курса рубля, инфляция по прогнозам вырастет приблизительно до 6,5 % в 2012 году и сохранится на этом уровне в 2013 году». Таким образом, рост цен на недвижимость в Санкт-Петербурге на июнь 2012 года примерно достиг уровня инфляции в стране за год. Не сложно предугадать, что к концу года цены на недвижимость вырастут еще не менее чем на 4–5 пунктов, т. е. инвестор, вложив свой капитал в строящееся жилье либо вторичное жилье, например на рынке Санкт-Петербурга, в конце года, получит прирост капитала, по самым скромным подсчетам, не

менее 10 %. На цифрах это выглядит так: купив в начале года однокомнатную квартиру в новостройке около метро за 3 млн руб., в конце года ее стоимость будет оценена не менее 3,3 млн руб. И, как известно, высокой ликвидностью обладают небольшие квартиры, самые ходовые – это квартиры-студии и однокомнатные квартиры в домах эконом или комфорт класса.

Исходя из вышесказанного, следует отметить, что в 2012 году на российском вторичном рынке кардинальных изменений не ожидается. И даже если состояние отечественной экономики существенно ухудшится, эксперты не прогнозируют значительного падения цен на недвижимость. Скорее всего, бюджетные проблемы выльются в снижение активности рынка, однако пока оснований для столь мрачных прогнозов нет.

По нашему мнению, только оперативное реагирование на изменение рыночной среды, приобретение и умножение рыночных знаний и навыков является в настоящее время гарантией успешного процесса инвестирования. Многие люди обращаются за помощью к финансовым консультантам и специалистам, однако зачастую и они могут ошибаться или строить неточные прогнозы, а следовательно лучше всего принимать самостоятельное решение.

Рыночная среда в настоящее время весьма динамично развивается, что наблюдается и через процентные ставки, предложения по продаже, сами цены, уровень занятости населения, демографическую ситуацию, потребительские предпочтения и образ жизни граждан, а также стоимость и объемы нового строительства, правила городской застройки. Каждая перемена создает новые проблемы и новые возможности.

Однако в целом следует отметить, что именно недвижимость является наиболее привлекательным объектом инвестирования. Причина тому ненадежность финансовых учреждений, обесценивание денежных средств, несоответствие банковской ставки уровню инфляции, а также другие факторы. В этих условиях вложения в недвижимость позволяют не только сохранить, но и приумножить капитал. В этом отношении наибольший интерес вызывают жилые объекты. Постоянный и высокий спрос, доступность, а также четкое определение юридических прав делают его достаточно ликвидным видом инвестирования.

Таким образом, по нашему мнению, рынок недвижимости остается привлекательным для инвестиций, поскольку позволяет сохранить сбережения, которые, кроме того, напрямую контролируются инвестором; является одним из немногих видов инвестиций, основанным на праве собственности; обеспечивает высокую степень надежности в защите средств от инфляции и сочетает умеренные риски с высокой доходностью сделок.

ЛИТЕРАТУРА

1. Рынок Ценных Бумаг. № 4 (421) 2012. [Электронный ресурс]: Официальный сайт РЦБ.РФ / Электрон. текст. дан. – URL: <http://www.rcb.ru/rcb/>. дата обращения – 16.06.2012.
2. Недвижимость в интернете BN.RU, Раздел – Рынок жилья: «Прогноз на 2012 год» [Электронный ресурс]: Газета Бюллетень недвижимости/ Электрон. текст. дан. – URL: <http://www.bn.ru/articles/2012/01/11/89032.html>. дата обращения – 16.06.2012.
3. Экономика и управление недвижимостью: учеб. пособие / А.В. Марченко. – 3-е изд., перераб. и доп. – Ростов н/Д: Феникс, 2010. – 352 с. – (Высшее образование).
4. Ситуация на рынке недвижимости. Апрель 2012 года. [Электронный ресурс]: Официальный портал РИА НОВОСТИ, Раздел Общество / Электрон. текст. дан. – URL: <http://ria.ru/society/20120404/617876727.html>. Дата обращения – 16.06.2012.
5. Инфляция и рост цен в России в 2012 году. [Электронный ресурс]: Официальный портал РИА НОВОСТИ. Раздел Экономика / Электрон. текст. дан. – URL: <http://ria.ru/economy/20120613/672381098.html>. Дата обращения – 16.06.2012.
6. Университет Грампа. Недвижимость / Г. Эддред. Пер. с англ. И.В. Гродель. – Минск.: «Попурри», 2010. – 368 с.

Атаева Д.Н., магистрант

Попова Е.М., д.э.н., профессор – научный руководитель

АРТ-ИНДЕКС МЕЯ-МОЗЕСА КАК ИНСТРУМЕНТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ИСКУССТВО

Инвестирование сродни сбережению, однако главное их отличие состоит в том, что последнее гарантирует возможные покупки лишь в ближайшем будущем. Кроме того, сбережение охватывает только безопасные инвестиции. Между тем инвестирование позволяет стремиться к долгосрочным целям. Инвестирование неотделимо от целей максимизации прибыли (по меньшей мере, покрытия инфляции), но цели эти могут быть достигнуты лишь в условиях подверженности высоким рискам.

Существует много инвестиционных инструментов, самые популярные из них – инвестирование в ценные бумаги, паевые инвестиционные фонды, валюту и т. д. Но все увеличивающееся число людей ищет новых возможностей инвестирования – в искусство, вино, драгоценные металлы и камни, недвижимость, предметы коллекционирования. Инвестирование в искусство часто называют альтернативным, потому что оно работает на специфическом рынке со специфическими участниками. Волатильность, иррациональность, низкая ликвидность рынка искусства делают его несравнимым с более при-

вычными инвестиционными рынками. На этом рынке продаются не только материальные активы. Иногда такое инвестирование расценивается как хобби, ведь инвесторы еще и наслаждаются тем, во что они вкладывают свои деньги. Хотя инвестирование в искусство не так прямолинейно и однозначно, как в ценные бумаги или облигации, интерес к нему возрастает. Это альтернативное инвестирование скорее приносит выгоду от прироста капитала, чем дивиденды.

Инвестирование в искусство существует уже четыре столетия. Оно включает в себя как черты традиционного инвестирования, так и свои специфические характеристики. Богатые европейские фамилии следовали простой стратегии формирования капитала: треть средств вкладывалась в акции, облигации и другие ценные бумаги, треть – в недвижимость и треть – в искусство и драгоценности.

Рынок искусства характеризуется низкой ликвидностью, асимметрией информации, высокими транзакционными издержками, большой длительностью транзакций и отсутствием механизмов хеджирования. Арт-рынок в значительной степени отличается от финансовых рынков, что потенциально ограничивает точное следование известным финансовым техникам. Произведения искусства почти всегда неделимы; между решением о продаже и сделкой проходит большое количество времени. Инвестирование в искусство обычно требует обширных знаний в искусстве и самого мира искусства, а также имеет высокий порог входа.

Арт-эксперты считают, что главной особенностью инвестиций в искусство является их длительность. Средняя продолжительность инвестирования в искусство составляет 10 лет¹.

Все инвестиции имеют различные степени риска и надежности. Так, другой особенностью инвестирования в искусство является его рискованность. Однако на этот счет среди экспертов нет согласия. Многие считают, что инвестиции в искусство стабильны и легко покрывают инфляцию и кризисы на фондовом рынке. Рынки искусства и драгоценных камней считаются самыми безопасными, потому что они наименее подвержены макроэкономическим и политическим изменениям. Однако существует другое мнение о рискованности арт-инвестиций. Количество неэффективных сделок на рынке искусства говорит о том, что инвестиции в искусство высокорискованны. В отличие от других инвесторов, арт-инвесторы не могут просчитать свои

¹ Саркисянц А.Г. Арт-инвестиции и их обслуживание // Управление финансами. – № 9 (187), сентябрь 2010. – С. 45.

риски и профиль возврата инвестиций. Иногда люди покупают то, что им так и не удастся потом продать. До покупки произведения искусства инвестор должен изучить автора и его творчество. Иными словами, риск должен быть оценен.

Все инвестиции характеризуются возвратом. Инвестиции в искусство прибыльны. Арт-рынок достаточно инертен, и возврат инвестиций в него сравним, скорее, с возвратом от облигаций, чем с доходом от акций (то есть характеризуется более низкой доходностью в сочетании с более высокими гарантиями). Разумно составленная коллекция может добавлять до 20 % ставки доходности в сравнении с отдельно взятыми произведениями искусства. Эксперты арт-рынка утверждают, что доходность инвестиций в искусство трудно просчитать, так как она зависит от модных тенденций, но статистически эти инвестиции оправданы в девяти случаях их десяти. Вообще, имеет место позитивный компромисс между рискованностью и доходностью.

Другой специфической чертой арт-рынка является стоимость инвестиций. Стоимость и цену произведения искусства трудно определить. Это требует экспертных знаний. И в то время как аукционные цены представляют собой по большей части компромиссное мнение о стоимости работ, она по очереди определяется комплексом и субъективным набором верований, основанных на прошлых, настоящих и будущих ценах, индивидуальном вкусе и изменениях в моде.

Инвестиции в произведения искусства часто кажутся опасными, лишенными логики и какого бы то ни было объективного оценочного инструментария, который есть, например, у фондового рынка. Однако доступная статистика продаж уже сейчас позволяет составлять индексы как для международного рынка в целом, так и для отдельных его сегментов (например, страновые индексы продаж произведений искусства). Здоровье рынка произведений искусства как предметов инвестиций или коллекционирования можно отслеживать так же, как рынков других ценных активов, акций или облигаций. Одной из систем, позволяющих оценить эффективность арт-рынка, является индекс Мея-Мозеса, который отслеживает цены состоявшихся продаж одних и тех же произведений искусства в Нью-Йорке и на других торговых площадках по всему миру. Как и в некоторых других видах искусства, например в постановках мюзиклов на Бродвее, Нью-Йорк имеет особенно сильное влияние на рынок. В США это крупнейшая национальная площадка торговли искусством. Индекс основан на анализе 16 000 продаж произведе-

ний искусства с 1925 года. Впервые индекс был опубликован в 2001 году и с тех пор издается ежегодно компанией Beautiful Asset Advisors LLC.

Приведем пример использования арт-индекса в реальной банковской практике. Глава арт-департамента банка Citi Сюзан Джорджи (Suzanne Gyorgy) обнаружила в балансовых документах своих клиентов большую долю произведений искусства, используемых как финансовые активы. Это подтолкнуло ее открыть в Ситибанке подразделение по займам, обеспеченным ценными предметами искусства. Клиент может получить заем на сумму до 50 % от стоимости художественной работы. Стоимость произведения определяет команда из девяти человек под руководством Сюзан Джорджи. Сумма большинства выдаваемых займов колеблется в пределах от 5 до \$ 100 млн.

Как большинство обычных займов, эти займы имеют оговорку о марже. Если цена произведения искусства падает ниже 50 %, клиент получает требование о внесении дополнительного обеспечения, такое же, как маржин-колл на акции. Чтобы помочь клиенту не получать таких требований, мисс Джорджи и ее команда информируют клиентов об изменениях аукционных цен в Нью-Йорке и Лондоне и о том, какие цены держатся на рынке в целом. При этом если на ценные произведения искусства цены остаются достаточно стабильными, то в краткосрочном периоде они могут колебаться в зависимости от атмосферы, царящей на рынке. Возможно, банкирам удалось бы избежать финансового кризиса, если бы у них была команда специалистов, определяющих справедливую стоимость активов, лежащих в основе обеспечения CDO (облигации, обеспеченные долговыми обязательствами) и CLO (облигации, обеспеченные займами), которыми они торгуют.

Общим и очевидным недостатком всех индексов, основанных на среднеценовых показателях, является то, что они «усредняют» продукты с абсолютно уникальными характеристиками. Ведь любому арт-инвестору понятно, что даже работы одного автора, созданные в одной технике, обладают разными свойствами. К тому же среднеценовые индексы могут в значительной степени зависеть от конъюнктуры на рынке в определенный момент и, как следствие, искажать реальные тренды. Избежать таких искривлений, по мнению аналитиков, позволяет другая популярная методика измерения ценовой динамики арт-рынка, которая опирается на данные о повторных продажах одних и тех же произведений. Поэтому при всем многообразии, в связи с доминированием американского рынка предметов искусства над прочими рынками, наиболее значимым с точки зрения текущей оценки арт-активов и составления прогнозов на будущее считают нью-йоркское «семейство» индексов Mei-Moses All Art index.

Обобщенный арт-индекс разработан профессорами бизнес-школы Леонардо Стерна при Нью-Йоркском университете – Джанпингом Меем и Майклом Мозесом. Индексы Mei-Moses All Art index рассчитываются как для общемировых рынков, так и для региональных рынков (Нью-Йоркский индекс, Лондонский, Европейский) и с учетом основных товарных групп: в частности, текущие данные Mei-Moses All Art index показывают, что на рынке предметов искусства существует выраженный рост на импрессионистов и модернистов, предметы традиционной китайской культуры, умеренный рост цен на работы старых мастеров и предметы искусства XIX века.

Спецификой составления арт-индекса, так же как и индексов недвижимости, является статистика средних цен за определенный период времени. Mei-Moses All Art Index насчитывает свыше 16 тыс. пар повторных продаж начиная с 1875 г., и примерно 1 тыс. включается дополнительно ежегодно как для американских художников, старых мастеров, импрессионистов, так и для современных картин для различных периодов времени. Если сравнивать индекс Мея-Мозеса с поведением американского фондового рынка (S&P 500), то окажется, что, по данным за последние 50 лет, рост цен на произведения искусства был приблизительно таким же, как и рост фондового рынка (12,6 % ежегодного роста индекса Мея-Мозеса и 11,7 % роста S&P 500). Хотя в краткосрочном периоде колебания значений этих индексов не совпадают, в долгосрочной перспективе они практически равны. Различия в краткосрочных колебаниях Mei-Moses All Art index и S&P500 могут быть использованы при перераспределении активов инвестиционного портфеля, что позволит инвестиционной компании избежать потерь при просадке фондового рынка, однако на практике это крайне редко используется в связи со сложностью работы на нескольких независимых рынках. «Цены на искусство не связаны с неожиданными колебаниями на фондовых биржах, но при этом зависят от изменений степени благосостояния людей²», – поясняет создатель индекса Майкл Мозес.

Арт-рынок практически не зависит от рыночной ситуации и стоимости других классов активов, благодаря чему произведения искусства великолепно подходят для диверсификации портфеля. Считается, что оптимальной долей арт-объектов в портфеле является 5 %. Арт-индексы также показывают нам, как ведет себя такой портфель в условиях волатильности: чем спокойнее на рынках, тем выше стоимость портфеля. Согласно исследованиям,

² Mei J. and Moses M. Vestet Interest and Biased Price Estimates: Evidence from an Auction Market // Journal of Finance. January 2005. С. 243.

цены на предметы искусства в большинстве случаев отрицательно коррелируют с различными видами активов, что делает их одним из наиболее популярных защитных активов.

Арт-рынок не однороден, он разделен на сегменты. Эта особенность позволяет рассматривать арт-рынок не только как инструмент диверсификации инвестиций, но и проводить диверсификацию внутри самого актива, вкладывая средства в различные направления искусства. Так, послевоенное и современное искусство гарантирует возврат вложений до 6,4 %, тогда как работы старых мастеров и предметы искусства XIX века обеспечат рост благосостояния на 4,8 %.

Джианпинг Мей и Майкл Мозес, исследовавшие поведение арт-рынка на протяжении длительного времени, пришли к выводу, что политическая и экономическая нестабильность способствуют росту интереса к предметам искусства, что приводит к росту их стоимости. Во время краха фондового рынка в октябре 1987 года многие инвесторы выводили свои капиталы с фондового рынка, и часть высвободившихся средств вкладывали в произведения искусства. Именно в этот период были зафиксированы рекордные цены продаж. Например, в ноябре 1987 года, картина Ван Гога была продана за 53,9 миллиона долларов. На тот период это была очень высокая цена. Есть и более свежие примеры. Например, в сентябре 2008 года, в разгар мирового финансового кризиса картины современного художника Дэмиена Херста были проданы на аукционе на общую сумму 200 млн долларов, что в два раза превысило максимальный эстимейт торгов. Однако основной рост цен приходится исключительно на высококлассные вещи, работы малоизвестных художников менее востребованы. Шедевры произведений искусства являются идеальным, с точки зрения роста стоимости, объектом инвестирования. С одной стороны, спрос на нетленные ценности остается всегда, с другой – есть тенденция «сжатия рынка» на фоне естественной убыли и объективной невоспроизводимости предметов искусства.

Индекс Мей-Мозеса показывает статистику цены на художественное произведение между двумя продажами на аукционе.

Приведем пример:

Картину Пабло Пикассо «Голубой мальчик» (1905) продавали на аукционе 2 раза, в 1978 и 1989 годах.

1978 год: цена покупателя 26 400 фунтов стерлингов;

1989 год: цена продавца 3 960 000 фунтов стерлингов.

Соответственно номинальная прибыль или индекс Mei-Moses All Art Index будет равен 15 000 %. С учетом инфляции эта сумма уменьшится почти

вдвое и все же ясно, что она достаточна, чтобы говорить об удачном вложении.

Несложно предугадать упреки, адресованные индексу Мея-Мозеса игроками рынка и экспертами. Это, в частности, ограниченность выборки (16 тыс. результатов против нескольких миллионов у индексов Artnet или Artprice) и искривления, вызванные так называемым «эффектом шедевра». Речь идет о том, что при ретроспективном отборе данных повторных продаж в поле зрения аналитиков могут попадать преимущественно нынешние шедевры и теряться авторы, популярные несколько десятилетий назад, а затем ушедшие в тень.

Стоит учитывать, что использование индексов может ввести в заблуждение, если не учесть высокие транзакционные издержки (в основном это комиссионные, а также сбор и обработка информации), а также что использовать их можно только при подсчете доходности произведений искусства, проданных на аукционах. Мей и Мозес в своей работе 2002 года «Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces» («Искусство как инвестиция и низкая рентабельность шедевров») исследовали доход от произведений искусства за 125 лет и доказали, что прибыльность самых высокооплачиваемых шедевров ниже среднего³. К тем же выводам приходит экономист Джеймс Пезандо, в 1993 году доказавший сравнительно низкую рентабельность шедевров на примере печатной графики. Описанию причин этого посвящено очередное исследование Мея и Мозеса 2004 года «Vested Interest and Biased Price Estimates» («Закрепленное право и пристрастная оценка»). Профессора предположили, что причина сравнительно низкой доходности шедевров лежит в асимметричном распределении информации, которым пользуются аукционные дома⁴. Известно асимметричное распределение информации на бирже, где продавцы новых выпусков ценных бумаг, как правило, располагают более точной информацией относительно их истинной стоимости, нежели потенциальные покупатели. Трудно устоять перед искушением извлечь прибыль из этой неосведомленности, пустив в продажу новые акции по завышенной цене. Для покупателя это оборачивается заниженной, по сравнению со средним уровнем, прибылью при дальнейшей продаже акций. Мей и Мозес обнаружили превосходную лабораторную ситуацию, в которой

³ *Mei J., Moses M. Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces // Journal of Finance. – February 2002.*

⁴ *Mei J., Moses M. Vested Interest and Biased Price Estimates: Evidence from an Auction Market // Journal of Finance. – January 2005.*

они смогли сравнить реальные цены до и после введения аукционными домами оценочной стоимости. Дело в том, что до 1973 года покупатели произведений искусства при оценке предлагаемых работ чаще всего полагались на собственную информацию. После 1973 года аукционные дома ввели в практику обнародование оценочной стоимости работ. Это создало идеальные условия для того, чтобы проверить, насколько оценка продавца, отличная от собственной оценки покупателя, влияет на конечную цену и полученную при дальнейшей продаже прибыль.

Результаты исследования: *во-первых*, на оценочную стоимость влияет заинтересованность аукционных домов в высоких комиссионных, *во-вторых*, покупателя склоняют платить больше за объекты с высокой оценочной стоимостью, и, *в-третьих*, введение аукционными домами оценочной стоимости привело в долгосрочной перспективе к снижению доходности произведений искусства высшего ценового сегмента.

Арт-индекс Мея-Мозеса доказывает, что повышение стоимости произведений искусства за последние 50 лет в среднем на 10,5 % в год обманчиво. То, что на первый взгляд кажется убедительным, на самом деле упускает из виду два важных факта. Кривая динамики стоимости принимает во внимание только аукционные результаты реально проданных художественных произведений. Работы, не нашедшие покупателей, то есть те, реализованная стоимость которых равна нулю, статистика игнорирует. Дело не только в том, что многие аукционные дома просто не принимают массу произведений искусства, так как не рассчитывают выручить за них сколь-либо существенную сумму. Участие в аукционе тоже не гарантия продажи. Продать 75 % лотов считается успехом. То есть, минимум четверть принятых работ не находят покупателя. Так же обстоят дела с транзакционными издержками, где при реальной продаже произведений искусства до 25 % выручки уходит на счета консультантов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бабков В.А. Галерейный бизнес. – М.: Арт-менеджер, 2010.
2. Бенаму-Юэ Ж. Цена искусства. – М.: Арт-Медиа-Групп, 2008.
3. Досси П. Продано! Искусство и деньги. – СПб.: Лимбус-пресс, 2011.
4. Саркисянц А.Г. Арт-инвестиции и их обслуживание // Управление финансами. – № 9 (187), сентябрь 2010.
5. Томпсон Д. Как продать за 12 миллионов долларов чучело акулы. – М.: Центрполиграф, 2010.

6. *Caves R.E.* Creative Industries: Contracts Between Art and Commerce. Cambridge and London: Harvard University Press, 2000.

7. *Galenson W.* Old Masters and Young Geniuses: The Two Life Cycles of Artistic Creativity. Princeton University Press, 2006.

8. *Mei J., Moses M.* Vestet Interest and Biased Price Estimates: Evidence from an Auction Market // *Journal of Finance*. – January 2005.

9. *Mei J., Moses M.* Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces // *Journal of Finance*. – February 2002.

10. Rand Corporation. Gifts of the Muse. Reframing the Debate About The Benefits of the Arts. New York: Wallace Foundation, 2005.

Воронин В.А., магистрант

Кальварский Г.В., к.э.н., доцент – научный руководитель

РОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА В РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ

В современной бизнес-среде главным остается прирост капитала компании или получение прибыли. Для этого в мире бизнеса созданы практически все условия. И одним из основных направлений является инвестирование в новые проекты и собственный бизнес в виде расширения, поглощения или создания новых бизнес-линий и единиц. В данной статье мы определим, что собой представляют инвестиции, как происходит формирование инвестиционных проектов, но главным нашим вопросом останется прирост капитала. Термин «инвестиции» или его определение, которое, на наш взгляд, в полной мере отображает реальность в наше экономическое время, в широком смысле можно трактовать как долгосрочные вложения государственного или частного капитала в собственной стране или за рубежом с целью получения дохода в предприятия разных отраслей, предпринимательские проекты, социально-экономические программы, инновационные проекты. Дают отдачу через значительный срок после вложения. Также главным для нашей страны является определение, приведенное в Федеральном законе Российской Федерации от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Инвестиции – это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности

в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Исходя из толкования названия федерального закона и определения упомянутого в нем инвестиций, можно сказать, что исполнительная власть нашего государства в пост-кризисные времена старалась как можно больше охватить в инвестиционной политике. Они пытались организовать благоприятный климат для создания и расширения предпринимательской деятельности и также старались урегулировать процесс «вливания денег» со стороны. В данном федеральном законе прописано не только определение инвестиций, там присутствует и определение инвестиционной деятельности, инвестиционного проекта и капитальных вложений, но все они в целом, как и следует из названия федерального закона, относятся к инвестициям в форме капитальных вложений, но вы спросите: а как же другие формы инвестиций?

В данной работе мы затрагиваем и этот вопрос. Возвращаясь к определениям инвестиций, можно сказать, что в различных экономических источниках – словарях, книгах, журналах, а главным образом в учебниках, – можно наблюдать различные классификации инвестиций. Рассмотрим классификацию инвестиций на примере материалов современного экономического словаря:

- инвестиции в основной капитал – вложения в основные средства компании;
- инвестиции индуцированные – инвестиции, вызываемые потребностью в сопутствующих товарах и услугах, дополняют инвестиции в основной капитал;
- инвестиции в запасы – увеличение размеров складских запасов предприятия, включающих основные и вспомогательные материалы, незавершенную и готовую продукцию;
- инвестиции реальные – долгосрочные вложения средств в материальное производство, в материально-вещественные виды деятельности;
- инвестиции прямые – вложения непосредственно в материальное производство и сбыт определенного вида продукции, а также вложения в уставный капитал, обеспечивающие обладание контрольным пакетом акций компании;
- инвестиции косвенные – вложения в ценные бумаги; финансовые, портфельные инвестиции;
- инвестиции финансовые – инвестиции, вкладываемые в акции, облигации и другие ценные бумаги;
- инвестиции портфельные: 1) инвестиции финансовые, формируемые в виде портфеля ценных бумаг, 2) небольшие по размеру инвестиции, которые не могут обеспечить их владельцам контроль над предприятием;

- инвестиции нефинансовые – неденежные инвестиции в форме вложения прав, лицензий, ноу-хау, имущества в проект, в предприятие, в дело;

- инвестиции в человеческий капитал – вложения денег и других видов ресурсов в образование, воспитание, культуру в целом и молодого, подрастающего поколения в частности, обусловленное заботой о судьбе будущих поколений, о росте интеллектуального потенциала страны и стремлением получить доходы, выгоду путем совершенствования людей и повышения уровня их профессионализма. Включает инвестиции, связанные с рационализацией состава и структуры населения, укреплением здоровья, регулированием рождаемости, миграции.

В свою очередь, данную классификацию, на наш взгляд, можно разделить на три больших вида:

- материально-товарные инвестиции;
- финансово-портфельные инвестиции;
- ресурсно-правовые инвестиции.

Подобное разделение позволяет нам рассмотреть влияние видов инвестиции на экономику, а особенно на капитализацию компаний, с небольшой оговоркой. Инвестиции сами по себе могут существовать, но для достижения поставленных целей и/или наиболее лучших результатов – отдачи от инвестиций в виде прироста капитала или получении прибыли – должен присутствовать инвестиционный проект данного мероприятия, куда происходит вложение средств.

Для изучения этого вопроса, потребует вначале определить, что же такое инвестиционный проект. Инвестиционный проект (Investment Project) по своей сути является хорошо проработанным планом мероприятия, вследствие которого происходит наращивание капитала или получение прибыли. В словарях и учебниках даны четкие определения инвестиционного проекта, мы же за основу возьмем определение из финансового словаря «ФИНАМ», которое трактуется так: «Инвестиционный проект – конкретное мероприятие, в которое вкладываются денежные средства с целью получения прибыли и/или прироста капитала».

Изучая данное определение, мы с точностью можем сказать, что для получения прибыли и/или прироста капитала в любых объемах требуется изучение инвестиционной среды, которая в свою очередь рассказывает нам о таких факторах, как: «где», «как», «когда», «за какие деньги», а самое главное «зачем» мы будем внедрять свой инвестиционный проект. С точки зрения факторов «где», «когда», «за какие деньги» инвестиционные проекты

легко констатируемы, если взять те виды инвестиций, о которых мы выше уже говорили, то у нас есть возможность посмотреть на них наглядно. Фактор «где» четко регламентирует нам, где мы должны произвести свое вложение, и, отвечая на этот вопрос, мы скажем – внутри компании, производства или территории ведения нашего бизнеса. Фактор «когда» расскажет нам, когда нам это необходимо сделать. По своей сути, «когда» воспринимается компаниями по-своему, так как это необходимость либо в расширении производственных мощностей, расширении своего штата, будь то производственного или административного, введении в новый бизнес линии или единицы, признании на экономическо-социальной арене, а может и несколько или все сразу. Одним словом руководство или собственник определяет это своими силами и подсказками бизнеса. Фактор «за какие деньги» решает проблему, за какие средства мы будем реализовывать свой инвестиционный проект. Мы не будем углубляться и просто скажем, что эти средства могут быть собственными, заемными или инвестора. Рассмотрев эти факторы и их влияние на инвестиционный проект, становится очевидным то, что они не являются решающими в принятии решения об инвестировании и создании инвестиционного проекта. Тут и выступают на арену два значимых фактора – «как» и самое главное «зачем». Несмотря на множество мнений, главной задачей этих факторов остается раскрыть саму суть проекта. Данные факторы базируются на нескольких основных принципах: как и в каком масштабе будет составляться проект; какими силами; какой будет эффективность данного проекта. Первый принцип обосновывает, по каким методикам мы будем «производить на свет» наш инвестиционный проект, а также, в каких масштабах будет проявляться его влияние на капитализацию компании. Рассмотрим подробнее. Под методиками понимается теория разработки проекта или план проекта (инвестиционного). План проекта моделируется с не меньшей значимостью, чем бизнес-план самой компании, а, точнее сказать, ее перспективностью в локализованной рыночной среде. Сам план состоит из множества пунктов и подпунктов. Он может включать в себя:

- описание предприятия/фирмы/компании/корпорации;
- анализ положения дел в отрасли или отраслевой части рынка;
- особенность проекта;
- план маркетинга;
- производственный план;
- организационный план;
- оценка рисков;

- страхование;
- финансовый план.

План инвестиционного проекта непосредственно определит и сам масштаб проекта, и его значимость как для компании, так и для экономическо-социальной среды. Если же говорить об инвестиционном проекте как об инвестициях в ценные бумаги или обучение персонала в рамках пусть даже большой компании, то естественным образом план проекта будет отличным от приведенного выше. В обоснование этому утверждению можно сказать, что ценные бумаги или человеческий ресурс обладают более эмерджентными свойствами при их введении в проект, чем введение нового продукта на рынок или постройка нового стадиона.

Таким образом, переходя к следующему принципу, нельзя не отметить, что для составления плана инвестиционного проекта обязательно должен привлекаться директор, собственник или руководящий менеджер высшего звена наравне с компаниями или единоличными консультантами. По теории никто не должен лучше знать компанию и ее состояние, чем руководитель. Ведущие инвесторы, если вы не сами инвестор, большинством склоняются к данному мнению, ведь проект должен быть эффективен, а если он написан (составлен) не вами, то последствия могут быть «плачевны» как и для капитала компании, так и для вложений инвестора.

Последний базисный принцип как раз и затрагивает тематику эффективности. Про эффективность инвестиционных проектов пишут практически на каждом шагу. Исследуя вопросы, относящиеся к нашей работе, то и дело сталкиваешься с компаниями, предлагающими свои услуги в этой области, различными учебными пособиями, финансовыми статьями и со множеством написанных работ на эту тему. Исходя из тематики нашей работы, мы не можем опустить данный принцип и, более того, он напрямую отвечает нашему главному вопросу: «Как инвестиционный проект влияет на рыночную капитализацию компании».

Давайте выясним, что собой представляет рыночная капитализация компании. Рыночная капитализация, как её определяют многие, представляет собой не что иное, как совокупность всех выпущенных акций, обращающихся на рынке по стоимости, установленной биржей. Но тут же возникает вопрос, а что если компания – не акционерное общество? Отвечая на поставленный вопрос, мы не встретили подходящего определения рыночной капитализации неакционерного общества, в связи с этим мы вывели свое: рыночная капитализация (неакционерного общества) – (от англ. market

capitalization) – некий финансовый показатель, отражающий совокупность оценок стоимости рыночных рычагов и инструментов, субъектов и объектов компании и локальных рынков. Изучая данное определение, напрашивается вопрос, каким же способом проводится оценка? Для ответа на этот вопрос мы обратимся чуть к более раннему описанию плана инвестиционного проекта в нашей работе. Мы можем видеть, что в плане присутствуют пункты, отвечающие практически на все вопросы, возникающие при обработке данного определения. Вернувшись к главному вопросу «Как инвестиционный проект влияет на рыночную капитализацию» и изучая два определения рыночной капитализации, описанных выше, мы, бесспорно, скажем, что инвестиционный проект является главным экономически и социально ориентированным финансовым инструментом для получения прибыли или прироста капитала, или признания на экономическо-социальной арене.

Рассматривая оценку инвестиционного проекта с точки зрения рыночной капитализации, невольно вспоминаешь, что рыночная капитализация любой компании, будь-то акционерное или неакционерное общество, не всегда является отображением действительности положения дел в компании. Рыночная капитализация является по своей сути стоимостью компании на рынке без учета ее заемного капитала или долгов перед другими участниками рынка. Тут инвестиционный проект и может выступить в роле помощи погашения тех или иных долгов, а также при успешном его внедрении и исполнении он нарастит ваш капитал для последующего использования. Подводя итог, можно сказать, что инвестиционный проект является особым звеном в экономической цепи. Его функции, такие как:

- прирост капитала и/или получение прибыли;
- признание компании на экономической и/или социальной аренах;
- введение на рынок новых бизнес-линий и/или единиц с последующим захватом локализованного рынка;
- выход или вход на новые рынки, освоение новых территорий позволяют компаниям «выживать» в жесткой, агрессивной бизнес-среде с экономически ориентированными направлениями. Также они призваны повысить и рыночную капитализацию компании, так как эти функции являются неотъемлемыми факторами уровня роста компании и для рейтинговых агентств, и для инвесторов, и для потребителя.

ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральный закон Российской Федерации от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».
2. Балабанов И.Т. Инновационный менеджмент. – СПб.: Издательство «Питер», 2000.
3. Беренс В., Хавранек М.П. Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ. перераб. и дополн. изд. – М.: АОЗТ «Интерэксперт», «ИНФРА-М», 1995.
5. Ибрагимов Р. Можно ли управлять стоимостью компании, капитализируя денежный поток? // Рынок ценных бумаг. – № 16, 2002.
6. Мордашев С. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. – № 15, 2001.
7. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2006.
8. Финансовый словарь «ФИНАМ». [Электронный ресурс] <<http://dictionary.finam.ru/dictionary1>>

Королёв Д.А., магистрант

Вострокнутова А.И., д.э.н., профессор – научный руководитель

К ПРОБЛЕМЕ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Проблема формирования портфеля ценных бумаг является, пожалуй, одной из самых сложных в экономической теории. Ее сложность заключается прежде всего в том, что рынок ценных бумаг, отражая реальную экономическую жизнь, постоянно развивается и изменяется – меняются цены на активы, их доходность, ожидания инвесторов, риски и пр. Каждый инвестор вынужден принимать решения в условиях этой изменчивости и неопределенности. Однако у грамотного инвестора всегда есть определенный план действий, которого он придерживается – так называемая стратегия управления. Эта стратегия базируется на его представлении о допустимом риске и желаемой доходности. Теоретической основой для такой стратегии выступает та или иная модель формирования портфеля.

Первый серьезный шаг в теории формирования портфеля сделал Гарри Марковиц¹. Он представил инвестирование как многопериодный процесс,

¹ Harry M. Markowitz. Portfolio Selection: Efficient Diversification of investments. New York: John Wiley, 1959.

при котором в конце каждого периода инвестор продает ценные бумаги, купленные в начале периода, после чего тратит полученный доход на потребление либо реинвестирует его. Поскольку в начале периода будущая доходность активов неизвестна, инвестор может лишь сделать предположение об их ожидаемой доходности и прогнозируемом риске. При этом инвестор стремится получить максимальную доходность от своих вложений при минимальном риске. Инвестирование в портфель ценных бумаг отличается от инвестирования в отдельный актив. Ожидаемая доходность портфеля рассчитывается как сумма доходностей каждой бумаги с учетом ее веса в портфеле:

$$r_p = \sum_{i=1}^N X_i \bar{r}_i ,$$

где \bar{r}_p – ожидаемая доходность портфеля;

X_j – доля начальной стоимости портфеля, инвестированная в ценную бумагу I;

\bar{r}_j – ожидаемая доходность бумаги I;

N – количество ценных бумаг в портфеле.

Стандартное отклонение (оценка вероятного отклонения фактической доходности от ожидаемой) для портфеля ценных бумаг рассчитывается следующим образом:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij}} ,$$

где σ_{ij} – ковариация доходностей ценных бумаг i и j , которая в свою очередь равна корреляции между ними, умноженной на произведение их стандартных отклонений

$$\sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j .$$

Корреляция доходностей ценных бумаг лежит в диапазоне от -1 до $+1$. Полная отрицательная корреляция (-1) между доходностями бумаг А и В обозначает, что при увеличении доходности бумаги А доходность бумаги В снижается на ту же величину, полная положительная корреляция ($+1$) говорит об однонаправленном движении цен на активы А и В. Корреляция, близкая к нулю, означает отсутствие связи между доходностями двух акций. Полную корреляцию между двумя ценными бумагами в реальности встретить трудно, однако правильно рассчитанные корреляции и ковариации ценных бумаг могут помочь в формировании оптимального портфеля – например, за

счет сочетания бумаг со взаимной отрицательной корреляцией можно снизить общий риск портфеля – при падении цены на один актив, цена на другой актив будет расти.

Еще одним способом снижения риска портфеля является его диверсификация, то есть увеличение числа различных ценных бумаг в портфеле. Риски, связанные с любой ценной бумагой, можно разделить на две категории – рыночные (системные) риски, которые при неблагоприятных обстоятельствах распространяются на всю систему (например, на весь рынок ценных бумаг какой-либо страны), и собственные (несистемные) риски, которые связаны исключительно с данной конкретной бумагой. Увеличение количества ценных бумаг в портфеле влияет на риски следующим образом: системный риск портфеля усредняется, в то время как собственный риск существенно уменьшается.

Другой важной особенностью портфеля ценных бумаг является то, что даже из небольшого числа акций можно составить огромное количество портфелей с разными долями этих акций в его составе, а значит с различными сочетаниями риска и доходности. Все возможные сочетания ценных бумаг в рамках одного портфеля составляют так называемое достижимое множество, которое можно представить в графической форме:

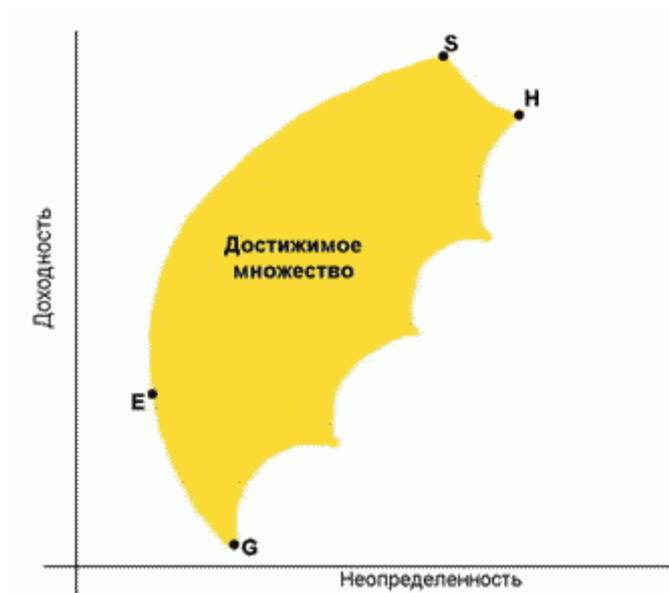


Рис.1. Достижимое множество

Точки E, G, S, H на рисунке представляют собой разные варианты портфеля, сформированного из определенного числа ценных бумаг. При этом портфель E является наименее рискованным из всего достижимого множества, портфель H – наиболее рискованным, портфель S имеет самую высокую доход-

ность, портфель G – самую низкую доходность. Очевидно, что для разумного инвестора портфели G и H не будут представлять интереса, поскольку первый при минимальной доходности имеет не самый низкий уровень риска, а второй при самом высоком уровне риска имеет не самый лучший показатель по доходности. Наиболее привлекательными для инвестора будут портфели, расположенные на дуге ES, поскольку для каждой точки на этой дуге действует следующее правило: в данном достижимом множестве не существует портфелей более доходных при том же уровне риска и не существует портфелей менее рискованных при том же уровне доходности. Это правило называется теоремой об эффективном множестве. Выбор конкретного портфеля из эффективного множества будет зависеть от предпочтений инвестора – прежде всего от его степени избегания риска. Графически предпочтения инвестора могут быть представлены в виде кривых безразличия:

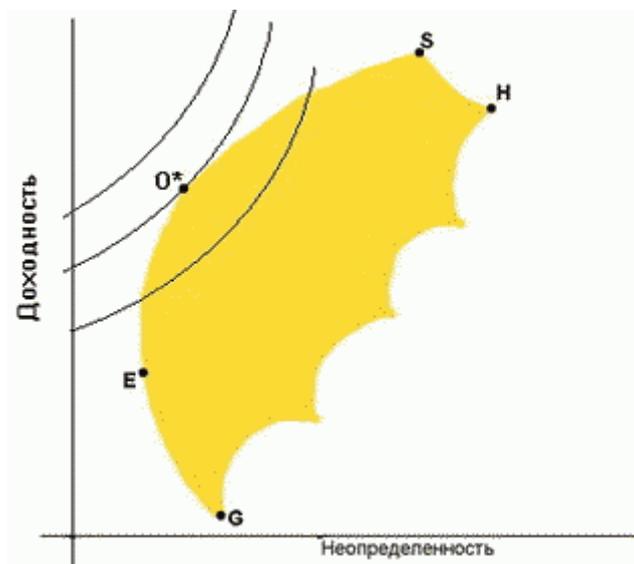


Рис. 2. Предпочтения инвестора

Все точки (то есть все варианты портфелей), лежащие на одной кривой безразличия, равноценны для инвестора, при этом действуют два неявных предположения – о ненасыщаемости и об избегании риска. Ненасыщаемость предполагает, что во всех случаях при рассмотрении двух портфелей с одинаковым риском инвестор всегда выберет тот, у которого больше ожидаемая доходность. Избегание риска заключается в том, что при одинаковой доходности двух портфелей инвестор выберет портфель с наименьшим риском. Из этих предположений следует другое важное свойство кривых безразличия: «инвестор будет считать любой портфель, лежащий на кривой безразличия, которая находится выше и левее, более привлекательным, чем любой порт-

фель, лежащий на кривой безразличия, которая находится ниже и правее»². Наклон кривых безразличия будет говорить о степени избегания риска инвестором – более крутые кривые означают высокую степень избегания риска, более пологие – низкую степень избегания риска. Стремление инвестора к переходу на кривую безразличия, расположенную выше и левее, может быть удовлетворено только в случае, если эта кривая безразличия имеет хотя бы одну общую точку с достижимым множеством. Таким образом, оптимальным портфелем для каждого конкретного инвестора будет точка соприкосновения его кривой безразличия с достижимым множеством (точка O^* на рисунке).

Ранее мы говорили об ожидаемой доходности каждой отдельной ценной бумаги как о заданной величине, однако на практике расчет этого показателя является довольно сложным процессом. Обратимся к теории факторных моделей в том виде, в котором она изложена в фундаментальном труде Уильяма Шарпа «Инвестиции».

Факторная модель предполагает, что доходность ценной бумаги находится в зависимости от изменения какого-либо экономического фактора, например, от прироста ВВП страны эмитента, от уровня инфляции, от уровня процентных ставок и пр. Эта зависимость может быть представлена в виде уравнения:

$$r_t = a + bF_t + e_t,$$

где r_t – доходность акций за период t ;

a – значение доходности при нулевом показателе фактора;

F_t – ожидаемый показатель фактора за период t ;

b – чувствительность доходности к фактору;

e_t – собственная доходность акций.

Чувствительность доходности к фактору показывает, как реагирует доходность акции на рассматриваемый фактор, чувствительность может принимать отрицательные значения (например, в случае с инфляцией, когда при увеличении уровня инфляции доход по акциям уменьшается). Если известна чувствительность акций к определенному фактору, необходимость расчета ковариаций между ценными бумагами отпадает, поскольку эти ковариации уже учтены в чувствительности ценных бумаг к фактору. Для составления более точного прогноза можно прибегнуть к многофакторной модели, где доходность акций будет определяться не одним, а сразу несколькими факторами:

$$r_t = a + b_1F_1 + b_2F_2 + \dots + b_kF_k.$$

² Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 2012. – С. 173.

Например, помимо показателей прироста ВВП и уровня инфляции в модель можно добавить цены на нефть, отраслевые показатели и пр.

Существует три основных вида оценки факторных моделей: метод временных рядов, метод пространственной выборки и метод факторного анализа. В методе временных рядов используются показатели доходности акций и показатели факторов за предшествующие периоды, на их основе рассчитываются чувствительности ценных бумаг, их собственные доходности, а также значения доходности при неизменности фактора (нулевой фактор). Метод пространственной выборки отличается тем, что в нем рассматривается один период времени и группа ценных бумаг – например, составляется регрессионная модель для показателей доходности акций и их дивидендов и с ее помощью вычисляется чувствительность доходности к ставке дивиденда и возможное отклонение от прогнозируемой доходности. Эти показатели затем могут применяться для анализа доходности остальных ценных бумаг, не попавших в выборку. В факторном анализе изначально неизвестно, на какие факторы реагирует доходность ценных бумаг, поэтому для некоторой выборки ценных бумаг рассматривается большое число временных периодов и на основании этих данных выявляются статистически значимые факторы.

При использовании факторных моделей для вычисления ожидаемой доходности ценных бумаг инвестор сталкивается с рядом сложных проблем: во-первых, для расчета чувствительностей инвестор должен обладать как можно более полной и точной информацией о значениях рассматриваемых факторов за различные периоды; во-вторых, чувствительности могут изменяться со временем, поэтому даже правильно рассчитанные показатели прошлых периодов могут быть неактуальны в настоящий момент. Поэтому У. Шарп советует при использовании факторных моделей не забывать также о «здоровом смысле»: «На самом деле методы статистических оценок должны быть дополнены здравым смыслом для того, чтобы построенная модель учитывала динамическую природу инвестиционной среды»³.

Итак, мы рассмотрели отдельные моменты теории портфельных инвестиций У. Шарпа, однако использование этих теоретических знаний на практике может столкнуться с рядом проблем. Рассмотрим это на примере российского фондового рынка.

Российский рынок ценных бумаг обладает рядом уникальных свойств, которые должны учитываться при составлении портфеля. Фондовый рынок России является одним из самых волатильных в мире. Так, индекс ММВБ за

³ Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: – Инфра-М, 2012. – С. 309.

свою относительно недолгую историю пережил несколько крупных падений и таких же сильных восстановлений⁴:

Дата	Значение индекса ММВБ	Изменение к предыдущему пику
сен. 97	100	–
окт. 98	18,53	–81 %
дек. 07	1970,46	10 534 %
окт. 08	493	–75 %
апр. 11	1865	278 %
май 12	1241	–33 %

Есть несколько фундаментальных причин такой избыточной волатильности российского рынка. Я.М. Миркин⁵ выделяет следующие:

- встроенная оценка странового риска как эксцессивно высокого;
- низкая монетизация экономики;
- чрезмерные концентрации собственности;
- незначительная доля акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении;
- зависимость ценообразования на российские финансовые активы от деятельности иностранных инвесторов (так, одной из причин обвала рынка в 2008 году был массовый уход иностранных инвесторов с российского рынка – портфельные инвестиции сократились на 69,4 %);
- высокая корреляция акций российских компаний с ценой на нефть;
- низкий уровень монетизации экономики (49,5 % в 2009 году).

Сильная положительная корреляция цен на акции российских компаний с ценами на нефть позволяет сделать предположение о том, что ковариация между любыми двумя бумагами будет довольно высокой (цены на активы в основном будут двигаться однонаправленно), а значит и рассчитанное для портфеля этих ценных бумаг стандартное отклонение будет высоким. Это, в свою очередь, приводит к увеличению систематического риска портфеля, который невозможно снизить за счет диверсификации активов внутри

⁴ Рассчитано по данным информационно-торговой системы Quik.

⁵ Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – С. 96–97.

страны, поскольку вся экономическая система России зависит от экспортных цен на нефть.⁶



График 13.1. Зависимость промышленного производства в России от динамики мировых цен на нефть

Систематические и несистематические риски российских акций в сочетании с высокими темпами инфляции и валютными рисками заставляют инвесторов с высокой степенью избегания риска совсем отказаться от инвестирования в российские акции, выбрав в качестве альтернативы другие способы сбережения средств либо иностранные активы. При этом инвесторы с низкой степенью избегания риска будут требовать более высокую доходность от вложения в российские активы. Все это приводит к формированию так называемой спекулятивной модели функционирования российского рынка, когда движения цен зависят от притока так называемых «горячих денег» — иностранных портфельных инвестиций, объем которых может сильно меняться⁷:

Иностранные портфельные инвестиции в Россию/ВВП			
2000	2007	2008	2009
12,4	28,4	6,8	17,6

Кажется очевидным, что при построении факторной модели для российских ценных бумаг в качестве основного фактора необходимо использовать цены на нефть. Ненефтяные активы будут иметь достаточно сильную

⁶ Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. График 13.1 в цветной вкладке.

⁷ Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – С. 107.

чувствительность к этому фактору, у ценных бумаг нефтяных компаний эта чувствительность будет очень сильной.

Итак, мы рассмотрели основные положения портфельной теории Г. Марковица, которые получили свое развитие в исследованиях У. Шарпа. Эти теоретические знания могут быть применены на практике при формировании инвестиционного портфеля, однако особенности того или иного рынка ценных бумаг вносят свои дополнения. Российский рынок отличается высокой волатильностью, сильной зависимостью от цен на нефть и притока иностранных портфельных инвестиций, высокими систематическими и собственными рисками ценных бумаг, что в совокупности приводит к формированию спекулятивной модели функционирования российского рынка, которая требует отдельного глубокого и подробного исследования.

ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Harry M. Markowitz. Portfolio Selection: Efficient Diversification of investments.* New York: John Wiley, 1959.

2. *Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски.* – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

3. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции.* – М.: Инфра-М, 2012.

Овсянников М.Р., магистрант

Вострокнутова А.И., д.э.н., профессор – научный руководитель

ВЛИЯНИЕ ПОВЕДЕНИЙ ТРЕЙДЕРОВ НА РЫНОК АКЦИЙ

В настоящее время фондовый рынок предоставляет большие возможности тем, кто готов работать и зарабатывать, занимаясь покупкой и продажей ценных бумаг. Каждый день на бирже приходят новые трейдеры, настроенные на победу. Однако правильное инвестирование в ценные бумаги и игра на бирже невозможны без определенной оценки рынка ценных бумаг. Успех не всегда приходит сразу, соответственно, трейдеру необходима грамотная оценка рыночной стоимости акций, определенный багаж теоретических знаний и умение анализировать его с чужим и собственным опытом.

Прежде чем перейти к рассмотрению проблемы установления рыночной цены акций, дадим несколько определений.

Акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации.¹

Рынок акций – это рынок, на котором продаются и покупаются акции, по ценам, определяющимся спросом и предложением.

Определим место рынка акций внутри финансового рынка. Как известно, финансовый рынок представляет собой совокупность денежного рынка и рынка капитала. В свою очередь денежный рынок включает в себя наличные и безналичные денежные средства и краткосрочные ценные бумаги. Рынок капитала включает в себя долгосрочные, среднесрочные, бессрочные ценные бумаги, а также ссудный капитал.

Рынок ценных бумаг является частью финансового рынка. Это сумма краткосрочных ценных бумаг и долгосрочных, среднесрочных, бессрочных ценных бумаг, таким образом, рынок ценных бумаг является частью и рынка капитала, и денежного рынка одновременно.

Рынок акций – часть рынка бессрочных ценных бумаг, часть рынка капитала, соответственно, часть финансового рынка. Если конкретизировать место рынка акций внутри рынка капитала – то это часть рынка фиктивного капитала, что будет очень важно при размышлении о ценообразовании на нем.

В соответствии с марксистским подходом, капитал фиктивен не потому, что не реален (существуя в бумажной форме или форме записи по счету, он так же реален, как и действительный капитал), а потому, что не определен количественно и качественно. Данная неопределенность вытекает из невозможности оценки стоимости фиктивного капитала, так как его постоянно меняющаяся оценка зависит не от стоимости товара, а от ее многочисленных производных.²

Вот как объясняет это Карл Маркс: «Образование фиктивного капитала называют капитализацией. Капитализируется каждый регулярно повторяющийся доход, причем его исчисляют по средней процентной ставке как доход, который приносил бы капитал, отданный в ссуду из этого процента; если, например, годовой доход = 100 ф. ст. и ставка процента = 5 %, то

¹ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1996. Статья 2. [Электронный ресурс] <<http://www.consultant.ru/popular/cenbum/>>

² Киселёв М. Виртуальное хозяйство / М. Киселёв // Свободная мысль. – М., 2010. – № 4.

100 ф. ст. составляли бы годовой процент на 2 000 ф. ст., и эти 2 000 ф. ст. будут считаться теперь капитальной стоимостью юридического титула собственности на ежегодный доход в 100 фунтов стерлингов. Для того, кто купил этот титул собственности, 100 ф. ст. годового дохода действительно представляют процент на его капитал, вложенный из 5 %. Таким образом, всякая связь с действительным процессом возрастания капитала исчезает бесследно, и представление о капитале как о стоимости, самовозрастающей автоматически, окончательно упрочивается».³

Как было сказано выше, акции служат юридическими титулами собственности, представляющими акционерный капитал. «Акции обществ являются представителями действительного капитала, именно капитала, вложенного и функционирующего в этих предприятиях, или денежной суммы, авансированной участниками с целью израсходовать ее в этих предприятиях как капитал. Однако данный капитал не существует вдвойне, один раз как капитальная стоимость титула собственности, акций и другой раз как капитал, действительно вложенный или подлежащий вложению в упомянутые предприятия. Капитал существует лишь в этой последней форме, и акция есть лишь титул собственности на реализуемую им прибавочную стоимость. «А» может продать титул «В». «В» может продать его «С». Такие сделки ничего не меняют в существе дела. «А» или «В» превращает в таком случае свой титул в капитал, а «С» свой капитал – в простой титул собственности на прибавочную стоимость, ожидаемую от акционерного капитала».⁴ Таким образом, акции не являются действительным капиталом, однако обладают капитальной стоимостью. «Самостоятельное движение стоимости этих титулов собственности (акций) поддерживает иллюзию, будто они образуют действительный капитал наряду с тем капиталом или с тем притязанием, титулами которых они, может быть, являются. А именно, они становятся товарами, цена которых имеет особое движение и особым образом устанавливается. Их рыночная стоимость получает отличное от их номинальной стоимости определение, не связанное с изменением стоимости действительного капитала (хотя и связанное с увеличением этой стоимости)».⁵

Мы подошли к понятию рыночной цены акции. Под рыночной ценой акции понимается средняя цена, по которой совершались сделки с акциями данного эмитента за последний торговый день.

³ Маркс К. Капитал. Т. 3 / К. Маркс. – М.: Изд-во АСТ, 2001. Гл. 29.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

Рыночная капитализация – это произведение текущей рыночной цены на общее количество акций, отражающее оценку рынком стоимости собственного капитала компании.⁶

Справедливая цена – это такая цена, к которой в долгосрочной перспективе стремится рыночная цена согласно теориям фундаментального анализа.

Рыночная цена акций, как и любого другого актива, определяется в процессе торгов, а значит, находится под влиянием спроса и предложения. От того, насколько верно можно понять факторы, оказывающие влияние на спрос и предложение акций, будет зависеть выявления факторов, влияющих на рыночную цену акций.

Спрос на акции и их предложение (а значит, и рыночная цена) зависят от мотивов людей, желающих их приобрести и продать.

Большинство (спекулянты) желает получить спекулятивную прибыль, купив акции дешево и перепродав дорого другим участникам рынка в будущем. Эти люди измеряют успех в деньгах. Каждый из них пытается для себя ответить на тот же вопрос: «От чего зависит рыночная цена?» Наиболее животрепещущим вопросом является: «Какие акции в будущем вырастут больше остальных?» При ответе на этот вопрос большинство спекулянтов опираются на существующие теории ценообразования, что в итоге оказывает влияние на их действия: покупки и продажи, и усиливает авторитет данной теории в глазах других участников рынка, так как работает лишь та теория, в которую верят. Это значит, что доминирующая в умах участников теория сама по себе начинает оказывать влияние на рыночные цены и превращается в фактор ценообразования, поскольку от нее зависит, какую цену спекулянты и инвесторы считают «справедливой» и какого направления движения ожидают от рынка.

Помимо логики, на поведение спекулянтов влияют эмоции. Например, при резком падении цен на рынке их охватывает паника, что усиливает падение рыночных цен и распространяет панику на других спекулянтов. Изучением психологических эффектов, влияющих на действия участников рынка, занимаются поведенческие финансы.

Помимо логики и эмоций на поведение спекулянтов влияет наличие денег, свободных для инвестирования, что является следствием денежно-

⁶ Берлин Ю. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Ю. Берлин, Л. Юдкина // Финансы и кредит. – М., 2010. – № 10.

кредитной политики регуляторов. В последнее время многие авторы приходят к мнению о главенствующей роли монетарных макроэкономических факторов во влиянии на рыночные цены. Объясняется это тем, что спекулянты не терпят «неработающих» денег и вкладывают их в финансовые рынки, как только таковые появляются. В результате увеличение денежной массы способствует росту цен на акции.

Спекулянты выводят деньги из акций (вызывая снижение цен), как только находят более выгодное или надежное в их понимании направление инвестирования, либо когда ожидают снижения цен согласно их теориям ценообразования, либо под воздействием эмоций во время паники, либо под влиянием монетарных факторов. Возможен также вывод денег с целью личного потребления.

Другая группа участников рынка (инвесторы) также имеет целью увеличение своего частного капитала, однако не измеряет свой успех исключительно в денежной форме.

Инвестор сравнивает цену того, что ему предлагают, со стоимостью того, что он получает, и делает вывод, выгодно вложение или нет. Если инвестор покупает акцию, значит, с его точки зрения, ее стоимость превышает заплаченную им цену, в результате чего он стал богаче. Инвестор также верит, что в будущем высокая стоимость акции отразится в цене. Но сам факт выхода из инвестиции для него не настолько важен. Он владеет долей в капитале эффективно работающей компании и не торопится продавать ее, так как измеряет богатство не только в деньгах. Инвестор серьезно анализирует объекты своих инвестиций обычно с помощью консервативных методов фундаментального анализа и потому имеет лучшее представление об их стоимости, чем спекулянты. Инвестор приобретает акции компаний, демонстрирующих эффективную работу промышленного капитала и при этом торгующихся по приемлемым ценам. Инвестор продает акции, если находит предприятие с большими перспективами, чем у предыдущего, при прочих равных условиях. Большую роль в популяризации данного поведения на рынке сыграл подход Бенджамина Грэхэма и Уоррена Баффета, согласно которому инвестор должен выбирать компании с долгосрочными экономическими преимуществами по сравнению с конкурентами, талантливым руководством и защитой от инфляции. При этом рынок рассматривается как «дурак», иногда продающий за бесценок доли в хороших компаниях и предоставляющий разумным инвесторам отличные возможности. Инвесторами также могут считаться те, кто при покупке акций ориентируется на получение дивидендов.

Третья группа участников рынка вынуждена инвестировать на рынке акций, независимо от уровня текущих рыночных цен.⁷

Огромная доля денег, приходящих и уходящих с фондового рынка, находится под влиянием управляющих компаний, пенсионных фондов, банков. Чтобы разобраться в мотивах действий управляющих, необходимо понять их положение. Они – наемные работники, которые должны зарабатывать деньги при любой конъюнктуре рынка, даже невзирая на фундаментальную переоцененность рынка. Управляющий не может сидеть в сторонке, объясняя это своими идейными соображениями о перегретости рынка, иначе работодатель уволит его за бездействие и наймет тех, кто играет в общую игру, то есть зарабатывает деньги на тренде. Управляющий не знает, что произойдет завтра (рынок спекулятивен). Статистическая вероятность продолжения тренда велика. То есть если управляющий уйдет «в деньги», а рынок продолжит расти, то владельцы бизнеса, топ-менеджмент, пайщики обвинят его в том, что доходы проходят мимо (им не важны «фундаментальные факторы»). А вдруг рынок будет еще несколько лет расти? Не желая ставить себя в подобное положение, управляющие вынуждены идти вместе с растущим трендом и надеяться на его продолжение, даже осознавая наличие пузыря. С каждым днем подобного поведения накапливаются системные риски, которые в будущем переломят тренд. Однако до момента перелома управляющие будут «в бумагах».

Наличие избытка ликвидности заставляет данную группу участников рынка брать на себя все больше рисков, покупая все больше переоцененных бумаг, даже при полном осознании неправильности происходящего. По этой причине именно сверхдешевая ликвидность, приводящая к ее избытку, является первопричиной и катализатором возникновения пузырей. Ведь вся избыточная ликвидность должна уходить на финансовые рынки. И наоборот, когда деньги начинают уходить с рынка, он начинает падать. Соответственно, чтобы предсказать следующий крах, нам необходимо предположить момент и причину, по которой крупные деньги начнут уходить с фондового рынка. Если будут накоплены системные риски, то подобный толчок вызовет крах. Управляющие играют свою роль как в росте цен на рынке, так и в ускорении их падения при крахе. И банки, и хедж-фонды, и управляющие инвестируют на финансовых рынках не собственные деньги, поэтому они всегда вынуждены действовать с оглядкой на своих кредиторов, пайщиков и дове-

⁷ *Пикулев П.* Почему рынки не делают этого / П. Пикулев. [Электронный ресурс] <<http://slon.ru/blogs/pikulev/post/340359/>> (3.03.2010).

рителей. Управляющие при инвестировании не должны забывать, что к ним могут прийти их кредиторы и вкладчики и потребовать назад свои деньги. При сильных негативных ценовых движениях и, соответственно, отрицательных финансовых результатах вероятность того, что у управляющих заберут ресурсы, растет. Это вынуждает их продавать активы и уходить в ликвидность. На определенном этапе сокращения позиций и margin calls могут стать причиной цепной реакции. Цены упали – клиенты потребовали свои деньги – управляющие продали – цены упали еще больше – клиенты потребовали вернуть еще больше – управляющие снова продали. Кроме того, управляющие не могут инвестировать в стиле Баффета «акции упали на 30 % – отлично, докупаем еще», потому что пайщики такой логики не понимают (являясь в основном представителями первой группы – спекулянтами) и измеряют успех в деньгах. Поэтому управляющие часто резко закрывают позиции при начавшемся падении рынка под страхом потерять чужие деньги вместе с клиентами. Подобное закрытие может вызвать цепную реакцию, ускорив крах.

Определенная группа людей, приобретающих акции, имеет целью не приумножить свои деньги, а защититься от инфляции. Логика здесь может быть следующей. При инфляции деньги обесцениваются, значит, товары, производимые компаниями, дорожают, и сами компании как актив тоже должны дорожать. Поскольку компании производят реальные ценности, то обесценение ничем не обеспеченных денег должно выразиться в номинальном росте цен, выраженных в этих самых деньгах как в отношении товаров, так и в отношении акций.

На поведении данного типа инвесторов сказываются инфляционные ожидания. Согласно Бенджамину Грэхэму, если инфляция невелика, то такой инвестор, скорее всего, будет инвестировать в облигации, а если ожидается период высокой инфляции, то в акции. Таким образом, дополнительный спрос на акции со стороны данной группы инвесторов может влиять на рыночные цены.

Другая группа покупателей акций – желающие получить контроль над компанией. Они могут наращивать свою долю до пакетов различной степени контроля, выкупая акции на рынке. Подобная скупка может быть предварительным шагом перед предложением крупным акционерам. Активность этой группы инвесторов зависит в первую очередь от денежной массы в экономике.

Мотивы покупки и продажи акций могут быть разнообразны. На цены акций влияет мышление инвесторов в момент принятия решения. Чтобы оце-

нить стоимость акций, необходимо не только использовать теории ценообразования, доминирующие в настоящее время в финансовой науке, но также очень важно обращать внимание на поведение всех вышеупомянутых групп трейдеров, оперирующих на рынке ценных бумаг.

Потапов А.О., магистрант

Лисица М.И., д.э.н. – научный руководитель

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ: СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ

Под инвестициями или капиталовложениями в самом общем смысле понимается временный отказ экономического субъекта от потребления имеющихся у него в распоряжении ресурсов (капитала) и использование этих ресурсов для увеличения в будущем своего благосостояния [1]. Или, иначе, это совокупность затрат, реализуемых в форме вложений капитала в различные отрасли экономики с целью получения прибыли.

По сути, все разнообразие видов инвестирования можно разделить на две группы: реальные и финансовые. Финансовые инвестиции представляют собой вложение капитала в различные финансовые инструменты, главным образом, ценные бумаги с целью реализации выбранной инвестиционной стратегии. Данный вид инвестиций производится посредством заключения сделок на фондовом рынке. Фондовый рынок является крупнейшим механизмом перераспределения денежных ресурсов и обладает огромным потенциалом. По этой причине развитие в области финансового инвестирования является перспективной областью изучения, в частности, изучения портфельного инвестирования.

Инвестиционным портфелем принято считать определенную совокупность объектов инвестирования (реальных или финансовых активов), приобретенных и собранных с целью получения инвестиционного дохода. Причем основной особенностью портфельного инвестирования является комбинирование инвестиционных активов таким образом, при котором достигается новое инвестиционное качество-обеспечение требуемого уровня доходности при заданном риске.

В рассматриваемом варианте будем считать инвестиционный портфель как совокупность ценных бумаг разного вида, разного срока действия и раз-

ной степени ликвидности, принадлежащих одному инвестору, обладающих синергичным свойством и управляемая в виду этого как единое целое.

Главными требованиями к ценным бумагам является доходность, надежность и высокая ликвидность. Не существует ценной бумаги, которая была бы одновременно высокодоходной, высокондежной, а также высоколиквидной. Каждая отдельная бумага может обладать максимум двумя из этих качеств, например, государственные обязательства могут быть надежными и ликвидными, а акции стабильной крупной компании могут быть высокодоходными и, вследствие этого, обладать хорошей ликвидностью. Смысл портфельного инвестирования как раз и подразумевает распределение инвестиций между различными группами активов. В зависимости от того, какие цели и задачи изначально стоят перед инвестором при формировании того или иного портфеля, выбирается определенное процентное соотношение между различными типами активов, составляющими этот портфель. Сочетать риск и приемлемую доходность – вот основная задача инвестора.

Для разных типов инвесторов не может быть приемлемым одинаковое сочетание риска и доходности, что объясняется различными целями и потребностями инвестора. В зависимости от инвестиционной политики и вида самого инвестора можно выделить следующие виды портфельного инвестирования [11]:

– профессиональное портфельное инвестирование. Оно осуществляется институциональными инвесторами, то есть организациями, основной деятельностью которых является привлечение финансовых активов клиентов для инвестирования в различные виды активов. При наличии большого количества привлеченных средств этот тип инвесторов не может пойти на высокий уровень риска для обеспечения высокой доходности. По этой причине доходность таких инвестиций относительно невысока при заданном уровне риска, а также серьезную часть портфеля занимает доля ценных бумаг, обеспечивающая ликвидность данного портфеля;

– сберегательное портфельное инвестирование. Данный вид инвестирования следует рассматривать с точки зрения домохозяйств, целью которых является сохранение инвестированных ресурсов. С этой целью они передают свои ресурсы в управление профессиональным, в частности институциональным инвесторам, которые, в свою очередь, компилируя их с некоторым количеством ресурсов других подобных вкладчиков, увеличивая тем самым объем средств, формируют сберегательный инвестиционный портфель. Величина доходности данного портфеля обуславливается возможностью покрытия инфляции при минимальном риске финансовых потерь;

– спекулятивное портфельное инвестирование – самый распространенный вид инвестирования, осуществляется разными субъектами экономики за счет как собственных свободных финансовых ресурсов, так и привлеченных с целью получения дохода в дополнение к доходу от основного вида экономической деятельности. Самая большая часть спекулятивных инвесторов состоит из частных лиц, использующих личные сбережения для приобретения высокорискованных финансовых активов, но с высоким уровнем доходности.

Основываясь на целях формирования инвестиционного портфеля и инструментов, входящих в него, предлагается следующая, наиболее распространенная и часто встречаемая классификация [13]:

1. Портфель роста – ориентирован на акции, курсовая стоимость которых на фондовом рынке растет достаточно большими темпами. Целью формирования такого портфеля является рост капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов. По этой причине владельцы этого портфеля получают дивиденды в достаточно маленьком объеме. Следует отметить, что инвестиции в данный портфель являются достаточно рискованными, но могут принести высокий доход в перспективе.

В свою очередь, портфель роста в зависимости от соотношения риска и дохода тоже делится на несколько видов:

– портфель агрессивного инвестора. Цель инвестора, формирующего такой портфель – получить максимально возможный прирост капитала при достаточно высоком уровне инвестиционного риска (инвестор, или портфельный менеджер, выбирает ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в результате краткосрочных вложений для получения высокого дивидендного или процентного дохода). Такой портфель обладает высокой степенью доходности, но также и высоким уровнем риска;

– портфель умеренного инвестора. Он основан на получении среднего дохода при заданном риске. Этот портфель предусматривает вложение капитала на длительное время с целью его роста. В нем преобладают эмиссионные ценные бумаги, выпущенные крупными и средними, а главное, надежными эмитентами с длительной рыночной историей. В некоторых же случаях доходность портфеля обеспечивается приобретением рискованных акций, а сниженный риск – за счет акций надежных компаний, что в совокупности приводит к усредненному значению риска и доходности;

– портфель консервативного инвестора. Предусматривает минимальный риск с относительно небольшим доходом. Для акций этого типа портфелей характерны невысокие, но устойчивые темпы роста курсовой стоимости.

Состав портфеля, как правило, остается стабильным в течение длительного времени. В портфеле преобладают государственные ценные бумаги, акции и облигации крупных и надежных эмитентов;

– портфель неэффективного инвестора. Подобные портфели зачастую не имеют четко определенной цели и обладают невысоким уровнем как риска, так и дохода. В таком портфеле преобладают активы, подобранные в произвольном порядке.

2. Портфель дохода призван обеспечивать высокий уровень текущих доходов в виде дивидендов, а также процентных выплат. В этот портфель включают ценные бумаги умеренным ростом курсовой стоимости, приносящие при этом крупный текущий доход, а также, характеризующиеся большими текущими выплатами купонного дохода. Специфика такого типа портфелей – это расчет на получение наибольшего текущего дохода при наименьшем уровне риска, приемлемого для консервативных инвесторов. По этой причине объектами такого портфельного инвестирования являются корпоративные ценные бумаги самых надежных акционерных компаний, работающих в ТЭК, в сфере связи и других приоритетных отраслях.

3. Портфель рискованного капитала состоит из ценных бумаг компаний, которые внедряют новые продукты и технологии (венчурные предприятия) и требуют больших объемов вложений в научные исследования и разработки, но предполагают высокий доход в относительно недалеком будущем.

4. Сбалансированным считается портфель, содержащий в себе ценные бумаги с разными сроками обращения, потенциальной доходностью и уровнем рискованности вложений. Сбалансированный портфель чаще всего представляет собой сочетание ценных бумаг, курсовая стоимость которых быстро изменяется, и финансовых инструментов, приносящих умеренный стабильный доход. Каждый инвестор самостоятельно подбирает соотношение между ними, основываясь на своем отношении к риску и инвестиционной стратегии.

5. Портфель краткосрочных ценных бумаг формируется исключительно из ценных бумаг, обладающих высокой ликвидностью, то есть из тех финансовых инструментов, которые могут быть быстро реализованы.

6. Портфель долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом составляется из долгосрочных облигаций, срок обращения которых свыше пяти лет.

7. Специализированный портфель включает в себя специальные финансовые инструменты срочного рынка, такие как: опционы, фьючерсы и т. д.

8. Отраслевые и региональные портфели формируются из ценных бумаг, выпущенных корпорациями, работающими в определенной отрасли эко-

номики, а также отдельными субъектами, местными органами власти и частными компаниями.

9. Портфель иностранных ценных бумаг.

Таким образом, цель инвестирования в финансовые активы зависит от экономических предпочтений и требований каждого вкладчика.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что смыслом действий портфельного менеджера является выбор оптимального набора ценных бумаг, который бы обладал заданным уровнем доходности при минимальном риске или максимальным доходом при заданном уровне риска. Такой набор называется эффективным портфелем.

Основную роль при формировании инвестиционного портфеля играет оценка инвестиционной привлекательности входящих в него активов. Под инвестиционной привлекательностью понимается наличие экономического эффекта (дохода) от вложения денег в ценные бумаги при минимальном уровне риска.

Методика оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности основана на использовании детерминированного факторного анализа и предполагает расчет результивных показателей (коэффициентов), их группировку по экономическому содержанию, обоснование полученных значений и оценку текущего финансового состояния акционерного общества и перспектив его развития. Она основывается на двух видах анализа – фундаментальном и техническом.

Фундаментальный анализ базируется на оценке стоимости компании, которая отражает состояние дел в ней и успешность ее деятельности. При этом используются финансовые показатели компании, такие как: выручка, чистая прибыль, чистая стоимость компании, обязательства, денежный поток, величина выплачиваемых дивидендов и производственные показатели компании.

В основе американской школы фундаментального анализа лежит классический труд Бенджамина Грэхема и Дэвида Додда [12]. Самый известный последователь Грэхэма стал американский инвестор Уоррен Баффетт.

Технический анализ – метод прогнозирования, основывающийся на анализе изменений в прошлом таких показателей, как: доходность ценной бумаги, рыночная стоимость, объем торгов и другие статистические данные.

Впервые к данному вопросу привлек внимание Г. Марковиц, изложив в статье [10] основные тезисы формирования оптимального (эффективного) портфеля ценных бумаг. В дальнейшем последователями Г. Марковица – У. Шарп, С. Росс, Д. Линтнер, Я. Моссин были созданы более сложные модели выбора портфеля, изложенные в работах [3, 4, 5, 6, 7, 8, 9].

В любом случае при исследовании финансовых инвестиций обязательно встает вопрос об ограничении рисков по отдельной ценной бумаге и целиком по портфелю. Однако с точки зрения портфельного менеджера числовое значение риска не имеет практического смысла в связи с использованием заранее выбранных ценовых точек ликвидации открытой позиции, а реальное снижение риска по портфелю осуществляется тремя способами:

1. Посредством диверсификации, т. е. за счет деления общей суммы инвестиций на части и вложения в пары финансовых активов со слабой корреляцией фактической доходности.

2. С помощью деривативов, позволяющих создать как направленную стратегию, так и полностью хеджированную от изменения рыночной цены базового финансового актива.

3. Путем совмещения первого и второго способов, т. е. за счет создания портфеля из деривативов, ориентированного на направленное движение по отдельным финансовым активам, с учетом диверсификации инвестиций.

Наиболее широкое применение в практической деятельности хедж-фондов находит третий способ. Их портфели обычно состоят из большого числа финансовых активов, в том числе деривативов, заранее ограничивающих риск потерь. Поиск же объектов финансовых инвестиций осуществляется с помощью фундаментального анализа, охватывающего максимальное количество информационных полей, в том числе фондовые, валютные, товарно-сырьевые и другие рынки. При этом часто остается открытым вопрос определения лимитов на ценовую позицию по конкретному финансовому активу [2].

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что портфельное инвестирование является перспективным видом экономической деятельности, а относительная новизна идеи оставляет огромное поле для исследования и разработки новых концепций и методов формирования портфеля.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Воронов К.* Основы теории инвестиционного анализа. 1999.
2. *Лисица М.* Концепция и инструментарий универсального точечного подхода к формированию эффективного портфеля ценных бумаг // Финансы и кредит. 2011. – С. 3.
3. *Lintner J.* Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification // Journ. Finance. 1965. Dec. P. 587–616.
4. *Lintner J.* The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // Rev. Econ. a. Statistics. 1965. Febr. P. 13–37.

5. *Moissin J.* Equilibrium in a Capital Asset Market // *Econometrics*. 1966. Oct. P. 768–783.
6. *Moissin J.* Security Prices and Investment Criteria in Competitive Markets // *Amer. Econ. Rev.* 1969. Dec. P. 749–756.
7. *Ross S.A.* The Arbitrage Theory of Capital Assets Pricing // *Journ. Econ. Theory*. 1976. Dec. P. 341–360.
8. *Sharpe W.F.* A Simplified Model of Portfolio Analysis // *Management Science*. 1963. January. P. 277–293.
9. *Sharpe W.F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // *Journ. Finance*. 1964. Sept. P. 425–442.
10. *Moissin J.* Equilibrium in a Capital Asset Market // *Econometrics*. 1966. Oct. P. 768–783.
11. *Кох И.А.* Теория и методология портфельного инвестирования на российском рынке ценных бумаг // *Финансы, денежное обращение и кредит*. 2009. – С. 4.
12. *Graham B. Dodd D.* *Security Analysis*. 1934.
13. Материал из Википедии – свободной энциклопедии (1012). Типы портфелей ценных бумаг. [Электронный ресурс] <[http://ru.wikipedia.org/wiki/Портфель_\(финансы\)](http://ru.wikipedia.org/wiki/Портфель_(финансы))>. (30.06.2012).

Стробыкина Е.Д., магистрант

Зайцева И.Г., к.э.н., доцент – научный руководитель

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РАЗМЕР ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ

В настоящей статье рассматриваются факторы, влияющие на премию за контроль. Проведен анализ данных, предоставленных информационно-аналитической компанией Mergermarket Limited.

Премия за контроль и факторы, которые определяют премию за контроль, – это одна из самых актуальных проблем в практике и теории оценки бизнеса. С одной стороны, нет достаточной информации о факторах, которые учитываются при определении размера премии за контроль. С другой стороны, рынок слияний и поглощений только развивается в России.

В 2011 году активность на российском рынке слияний и поглощений характеризовалась относительно высокой устойчивостью на общемировом фоне. Несмотря на трудности и последствия финансового кризиса 2008–2009 годов, общий объем сделок слияний и поглощений в финансовом секторе России в 2011 году увеличился на 30 % в сравнении с предыдущим годом. Рост рынка сделок по слиянию и поглощению в российском секторе недвижимости и строительства составил 47 % по сравнению с 2010 годом. Увели-

чение объема сделок в секторе транспорта и инфраструктуры – 333 %. Также высокая активность наблюдалась в секторе металлургии и горнодобывающей промышленности. В данном секторе увеличение объема сделок в сравнении с 2010 годом составило 70 %.¹

При этом значительное количество сделок на российском рынке слияний и поглощений в 2011 году было связано с приобретением контрольных пакетов акций.

Таблица 1

Сделки по приобретению контрольного пакета акций²

Отрасль по классификации КППМГ	Количество сделок по приобретению контрольного пакета акций из 10 крупнейших по сумме сделок по слиянию и поглощению в России в 2011 году (без учета размера пакетов акций, приобретенных компаниями в предыдущие года – прим.)
Телекоммуникации и медиа	3
Потребительский сектор, розничная торговля и сельское хозяйство	7
Сектор финансовых услуг	6
Металлургия и горнодобывающая промышленность	5
Нефтегазовый сектор	3
Энергетика и коммунальный сектор	8
Недвижимость и строительство	8
Транспорт и инфраструктура	7
Другие секторы	5

Одной из проблем при изучении премии за контроль и факторов, которые влияют на ее величину, является тот факт, что многие компании не имеют акций, которые бы котировались на фондовой бирже. Результаты анализа рынка сделок слияний и поглощений на основе данных компании Mergermarket Limited за период с 2006 г. по июнь 2008 г. и с сентября 2009 г. по март 2012 г. показали, что из 1365 сделок по слиянию и поглощению, заключенных на российском рынке, можно проанализировать только 59 сделок, используя данные фондовой биржи. Только 39 компаний имели акции, котироваемые на фондовой бирже.

¹ KPMG (2012). M&A in Russia 2011. [Электронный ресурс] <http://www.kpmg.de/docs/20120507_KPMG_MA_Russia2011.pdf>

² KPMG (2012). M&A in Russia 2011. [Электронный ресурс] <http://www.kpmg.de/docs/20120507_KPMG_MA_Russia2011>

Информация о размерах премии, устанавливаемых при заключении сделок слияния и поглощения на российском рынке, в основном является закрытой. Поэтому единственно возможным способом получения информации о величине премии за контроль является расчетный метод.

Для проведения статистического анализа влияния различных факторов на размер рассчитанной премии за контроль, на основании которого можно было бы вывести какие-то закономерности и распространить их на весь рынок, 59 сделок недостаточно. При этом все эти сделки заключались в различных отраслях экономики. Особенности отрасли нужно принимать во внимание.

Участники рынка слияний и поглощений также не разглашают информацию и о причинах, по которым приобретающая компания платит различные по величине суммы сверх рыночной цены.

При изучении премии за контроль исторически уделялось внимание одному фактору – контролю. Степень контроля различна в зависимости от размера пакета акций. Обычно считают, что контрольный пакет акций включает в себя 50 % + 1 акцию. При любых организационных формах абсолютный контроль даст 100 % пакет акций.

Законодательно не закреплены понятия контрольного пакета акций и миноритарного пакета акций. Оценщики опираются в своей работе на постановление Правительства Российской Федерации № 87 14.02.2006 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», в котором определены рекомендуемые размеры дисконта за недостаток контроля:

- если пакет акций 75–100 %, тогда ставка дисконта 0 %;
- если размер пакета акций больше 50 %, но меньше 75 %, тогда ставка дисконта 10 %;
- если пакет акций больше 25 %, но меньше 50 % + 1 акция, ставка дисконта 20 %;
- если пакет акций больше 10 %, но меньше 25 % + 1 акции, тогда ставка дисконта 30 %;
- если пакет акций меньше 10 %, тогда ставка дисконта 40 %.

Отметим, что Постановление РФ № 87 было написано для частных случаев оценки государственного и муниципального имущества.³

Степень контроля, несомненно, учитывается при определении размера премии за контроль. Результаты анализа данных компании Mergermarket

³ Постановление Правительства РФ «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» от 14.02.2006 № 87. [Электронный ресурс] <http://www.labrate.ru/laws/20060214_pp-rf-87.htm> (2012.04.18)

Limited за период с 2006 г. по июнь 2008 г. и с сентября 2009 г. по март 2012 г. это доказывают.

Таблица 2

**Зависимость размера премии от приобретаемого
и совокупного размера пакета акций⁴**

Покупатель	Компания-цель	Размер приобретаемого пакета акций (%)	Совокупный размер пакета акций (%)	Премия за контроль (%)	Дата
Финансовые услуги					
Банк Сосьете Женераль Восток	Росбанк	10	10	-3,38	06.06.06
Банк Сосьете Женераль Восток	Росбанк	10	20	4,11	28.09.06
Банк Сосьете Женераль Восток	Росбанк	30	50	11,82	20.12.07
Банк Сосьете Женераль Восток	Росбанк	7,5	57,5	5,33	03.03.08
ОАО Банк ВТБ	Банк Москвы	46,48	46,48	7,41	22.02.11
ОАО Банк ВТБ	Банк Москвы	29,80	76,28	13,13	29.09.11
ОАО Банк ВТБ	ТрансКредитБанк	56,80	56,80	4,94	11.04.11
ОАО Банк ВТБ	ТрансКредитБанк	12,76	69,56	13,45	16.02.12
Энергетика					
ОАО «ГМК «Норильский никель»	ОАО «ОГК-3»	37,50	37,50	7,51	26.03.07
ОАО «ГМК «Норильский никель»	ОАО «ОГК-3»	7,20	44,70	2,71	07.08.07
ОАО «ГМК «Норильский никель»	ОАО «ОГК-3»	11,06	55,76	25,42	30.08.07
Нефтегазовый сектор					
Total S.A.	ОАО НОВАТЭК	12,09	12,09	-13,90	02.03.11
Total S.A.	ОАО НОВАТЭК	2,00	14,09	5,43	09.12.11
Строительство					
Группа ОНЭКСИМ	ОАО «ОПИН»	25,50	25,50	6,98	17.04.08
Группа ОНЭКСИМ	ОАО «ОПИН»	40,00	65,50	9,22	10.09.10

⁴ База данных по сделкам слияния и поглощения Mergermarket Ltd.

Из данных табл. 2 видно, что при увеличении размера совокупного пакета акций размер премии увеличивался. Выявленная зависимость характерна для всех проанализированных сделок, заключенных в различных отраслях экономики. Это позволяет сделать вывод о том, что размер совокупного пакета акций является фактором, влияющим на размер премии за контроль.

Однако можно наблюдать существование диапазонов размера пакета акций, когда размер премии не объясняется увеличением совокупного пакета акций. Это связано с тем, что компания, увеличивающая размер своего пакета акций, не получает никаких дополнительных функций контроля. Например, ОАО «ГМК „Норильский никель”» при увеличении доли своего участия в ОАО «ОГК-3» до 44,70 % заплатил премию ниже, чем при приобретении 37,5 % пакета акций у ОАО «ОГК-3». Конечно, размер приобретаемого пакета акций в 7,2 % также учитывался при установлении размера премии за контроль в данном случае. Но как тогда объяснить увеличение размера премии на 22,71 %, уплаченной ОАО «ГМК „Норильский никель”» при приобретении размера пакета акций у ОАО «ОГК-3» всего лишь на 3,86 % больше, чем 23 дня назад? Это связано с тем, что ОАО «ГМК „Норильский никель”» получил контроль над ОАО «ОГК-3», приобретя 11,06 % пакета акций 30.08.2007, так как совокупный размер пакета акций увеличился до 55,76 %.

Степень контроля – это фактор, влияние которого сравнительно легко объяснить, имея данные о сделках слияния и поглощения. Возможно, поэтому ему больше других уделяли внимания. Другие факторы, влияющие на премию за контроль, не рассматривались. В последнее время ситуация изменилась, и факторы, которые могут повлиять на существование и размер премии за контроль, стали активно обсуждаться в книгах и статьях. Факторы, которые являются причиной существования премии за контроль, рассматривались такими авторами, как Брэд Персэл (2010), Финкелштейн и Купер (2009), Родионов и Перевалова (2011) и Пауль Комиак (2010)⁵.

Из табл. 2 также видно, что размер приобретаемого пакета акций не является фактором, оказывающим прямое влияние на размер премии за контроль. В июне 2006 года Банк Сосьете Женераль Восток приобрел у Росбанка

⁵ Pursel (2010). Control Premiums: Application and Analysis. *Business valuation Update*, Vol. 16, Issue 3, p.1–13.

Родионов И.И., Перевалова К.А. (2011) Факторы, влияющие на размер премии за контроль. [Электронный ресурс] <[http://cfjournal.hse.ru/en/2011--4%20\(20\)/47359548.html](http://cfjournal.hse.ru/en/2011--4%20(20)/47359548.html)> (2012.04.03)

Komiak (2010). Control premiums in acquisition transactions: a natural experiment. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, Volume 4, 1, p.70–85.

пакет акций размером 10 % с дисконтом 3,38 %. В сентябре того же года Банк Сосьете Женераль Восток приобретает дополнительный пакет акций и также размером 10 %, но уже уплачивает за него 4,11 % премии. Очевидно, что существовали другие факторы, оказывающие влияние на размер премии.

Основной причиной, по которой был продан с дисконтом пакет акций Росбанка, стало обязательство Банка Сосьете Женераль Восток провести работу по развитию бизнеса Росбанка. Данная сделка позволила Росбанку сфокусироваться на развитии розничного бизнеса и филиальной сети, а также улучшить свои позиции на рынке финансовых услуг⁶.

Причиной, по которой Банк Сосьете Женераль Восток заплатил 4,11 % премии за дополнительный пакет акций размером 10 %, стало увеличение доли участия Банка Сосьете Женераль Восток в капитале Росбанка до 20 % минус одна акция⁷.

В 2007 году в энергетическом секторе России различными компаниями были заключены сделки по приобретению 49 % пакетов акций. При этом разброс размера премий за контроль по данным сделкам был значительным. При приобретении ООО «Транснефтьсервис С» пакета акций ОАО «Нижегородской сбытовой компании» была выплачена премия сверх рыночной цены акции на фондовом рынке размером 192,89 %. ООО «Центр Регион Инвест» выплатил 18,86 % премии за контроль при приобретении пакета акций ОАО «Свердловэнергосбыт». При приобретении ИК «КТ Проекты» пакета акций ОАО «Воронежской энергосбытовой компании» премия за контроль составила 31,53 %. ОАО «Роскоммунэнерго» за пакет акций ОАО «Омскэнергосбыт» выплатила премию размером 30,00 %. ООО «Центр Надежности» за пакет акций ОАО «Пермэнергосбыт» выплатила премию размером 102,40 %⁸.

Все сделки проходили в рамках мероприятий по реализации активов ОАО РАО «ЕЭС России». Все приобретающие компании после заключения сделок по приобретению 49 % пакета акций в 2007 году стали мажоритарными акционерами компаний-целей. Возникает вопрос: откуда такие различия в размерах премий? В результате проводимых аукционов право приобретения переходило покупателю, который предложил в ходе торгов наиболее высокую цену за выставляемый на продажу пакет акций. Очевидно, что на предложенную цену влиял такой фактор, как цель приобретения.

⁶ База данных по сделкам слияния и поглощения Mergermarket Ltd.

⁷ Там же.

⁸ Там же.

Сделки в рамках реализации активов ОАО РАО «ЕЭС России» увеличивали не только число независимых энергосбытовых компаний, но и конкуренцию в энергетическом секторе. Получение доступа к новым клиентам, увеличение линейки и качества предлагаемых услуг также могли послужить факторами, которые повлияли на размер премии за контроль.

С 2007 по 2008 год компания Enel Investment Holding B.V., зарегистрированная в Нидерландах, увеличила долю своего участия в капитале ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» до 59,79 %. В ходе проходивших сделок сохранялась пропорциональность между размером приобретаемого пакета акций и премией за контроль. В июне 2007 года за пакет акций ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» размером 25,03 % компания Enel Investment Holding B.V. заплатила премию размером 15,75 %. В июле 2007 года размер премии составил 2,43 % за 4,96 % пакета акций. В октябре 2007 года при приобретении 7,15 % пакета акций компания Enel Investment Holding B.V. выплатила 4,26 % премии. При приобретении в марте 2008 года 22,65 % пакета акций ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» компания Enel Investment Holding B.V. выплатила премию размером 11,25 %⁹.

Все сделки проходили в рамках стратегии компании Enel Investment Holding B.V. расширить присутствие в энергетическом секторе России. В августе 2007 года компания Enel Investment Holding B.V. получила разрешение Федеральной антимонопольной службы РФ (ФАС) сроком на один год на увеличение доли в акционерном капитале ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» с возможностью приобретения до 100 % акций компании. Таким образом, изначально были известны цели компании Enel Investment Holding B.V. Этот факт и повлиял на то, что при увеличении размера совокупного пакета акций размер премии за контроль не увеличивался. Кроме того, целью этих сделок для ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» была будущая совместная реализация проектов по генерированию электроэнергии¹⁰.

Результаты анализа сделок компании Enel Investment Holding B.V. с ОАО «Пятая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» позволяют выделить следующие факторы, которые влияют на размер пакета акций: цель приобретения пакета акций, наличие информации о цели приобретения пакета акций, наличие заинтересованности компании-цели в сделке слияния.

⁹ База данных по сделкам слияния и поглощения Mergermarket Ltd.

¹⁰ Там же.

Если сравнивать средневзвешенные размеры премии за контроль с 2006 по 1 квартал 2012 года, то самые высокие премии выплачивались в потребительском секторе. Очевидно, что факторы, которые влияли на размер премий в потребительском секторе, отличаются от факторов, которые были определены при анализе вышерассмотренных сделок.

В 2010 году компания PepsiCo приобрела 66 % пакета акций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания». Увеличение доли в акционерном капитале до 66 % позволило получить контроль над ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания», но это не было целью компании PepsiCo. Основной целью было желание получить синергетический эффект от слияния. Согласно расчетам, которые провела компания PepsiCo, синергетический эффект должен был принести компании 100 миллионов долларов США к 2014 г. Ожидания получения синергетического эффекта от слияния и есть фактор, который повлиял на размер премии¹¹.

Поскольку доступ к информации по сделкам акционерных обществ менее ограничен, хочется отметить, что в случае с акционерными обществами на цену приобретения пакета акций влияют ограничения, установленные Федеральным законом № 208-ФЗ от 26.12.1995 «Об акционерных обществах».¹² Цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения (обязательство предложения о приобретении ценных бумаг возникает при приобретении более 30 % общего количества акций открытого общества) не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения. Если ценные бумаги не обращаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг, то ниже их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком. Рыночная стоимость определяется в расчете на одну акцию.¹³

Следовательно, размер премии, который будет уплачиваться при дальнейшем приобретении пакетов акций, будет зависеть от условия, по которому невозможно установить цену за акцию ниже средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного

¹¹ База данных по сделкам слияния и поглощения Mergermarket Ltd.

¹² Требование о выкупе ценных бумаг открытого акционерного общества. [Электронный ресурс] <http://www.wbd.ru/docs/tebovanie_o_vikupe.pdf> (2012.09.03)

¹³ Статья 84 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ. [Электронный ресурс]. <<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=133404>>(2012-09-03)

предложения. Получается, что в случае приобретения более 30 % общего количества акций открытого общества дальнейшее приобретение пакетов акций с дисконтом по законодательству просто невозможно.

ЛИТЕРАТУРА

1. Постановление Правительства РФ «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» от 14.02.2006 № 87. [Электронный ресурс] <http://www.labrate.ru/laws/20060214_pp-rf-87.htm> (2012.04.18).

2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995. [Электронный ресурс] <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=133404> (2012.09.03).

3. *Komiak P.J.* (2010). Control premiums in acquisition transactions: a natural experiment. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, Volume 4, 1, 70-85.

4. *Pursel B.* (2010). Control Premiums: Application and Analysis. *Business valuation Update*, Vol. 16, Issue 3, 1-13.

5. *Родионов И.И., Первалова К.А.* (2011) Факторы, влияющие на размер премии за контроль. [Электронный ресурс] <[http://cfjournal.hse.ru/en/2011--4%20\(20\)/47359548.html](http://cfjournal.hse.ru/en/2011--4%20(20)/47359548.html)> (2012.04.03).

6. Требование о выкупе ценных бумаг открытого акционерного общества. [Электронный ресурс] <http://www.wbd.ru/docs/tebovanie_o_vikupe.pdf> (2012.09.03).

7. KPMG (2012). M&A in Russia 2011. [Электронный ресурс] <http://www.kpmg.de/docs/20120507_KPMG_MA_Russia2011.pdf> (2012.05.11).

Бугаева В.В., магистрант

Трифорова Н.В., к.э.н., доцент – научный руководитель

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ КАДРОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА НА ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОМ ПРЕДПРИЯТИИ

Развитие инновационных процессов в России связано с осознанием того, что конкурентоспособность человеческого ресурса является основным фактором научно-технических нововведений, решающим условием выживания и роста большинства предприятий. Опора на конкурентоспособность персонала – путь к успеху организации. На наш взгляд, категория «конкурентоспособность персонала» подразумевает способность к индивидуальным достижениям в труде, составляющих вклад в достижение организационных целей. Важно понимать, что качество рабочей силы, в свою очередь, является переменной категорией и определяется актуальными потребностями рынка в функциональном качестве труда. Конкурентоспособность работника нередко рассматривается как показатель «селекции» наемных работников по уровню их потенциальной и фактической эффективности труда и способности к профессиональному развитию. Происходит отбор наиболее способных работников с точки зрения соответствия их способностей требуемому качеству труда. Восприятие конкурентоспособности персонала как философии управления внутренним рынком труда означает, что работодателю необходимо периодически пересматривать свои стратегические и тактические установки, разрабатывая соответствующие концепции поддержания конкурентных преимуществ человеческого ресурса в его распоряжении.

Концепция поддержания конкурентоспособности персонала должна в первую очередь быть частью стратегии управления компанией в целом. При этом необходимо сделать основной акцент на максимальной реализации преимуществ персонала как субъекта экономической жизни. Концепцию кадровой политики следует определять как систему теоретико-методологических взглядов на понимание и определение сущности, содержания, це-

ли, задач, критериев, принципов и методов, а также организационно-практических подходов к формированию механизма управления конкурентоспособностью персонала в конкретных условиях функционирования организации¹.

На сегодняшний день эффективное управление персоналом является одной из ключевых задач организации деятельности средних и крупных предприятиях, которая нацелена на повышение конкурентоспособности компании. Это вопрос, несомненно, сохраняет свою актуальность и в российском фармацевтическом бизнесе, который получил новое развитие после изменения структуры собственности в отрасли в процессе экономических реформ, проведенных в 1990 годах.

Фармация – часть системы здравоохранения. И не зависимо от господствующего типа экономической системы, данный социальный институт играет регулятивную роль в общественных отношениях, обеспечивая стабильность общества в целом².

Уже почти 20 лет фармацевтические компании работают в рыночных условиях. Сеть фармацевтических учреждений, сложившаяся в нашей стране к 1970 годам, с распадом СССР подверглась полной трансформации. К началу реформ 1990 годов действовавшая на тот момент система лекарственного обеспечения населения и медицинских учреждений прекратила свое существование. Не было единых подходов к системе контроля над деятельностью фармацевтических организаций. Государственная система регулирования производства, оборота, ценообразования, контроля качества лекарственных средств и биопрепаратов была ликвидирована. Началось вытеснение отечественных лекарственных средств с фармацевтического рынка России³.

Рынок медикаментов в нашей стране резко наполнился препаратами иностранного производства. В 1996 году в Россию было завезено медикаментов более чем на 1 млрд долларов. Выпуск отечественных лекарств и медтехники снизился почти на треть по отношению к данным 1991 г.⁴

¹ Сотникова С.И. Конкурентоспособность рынка труда: генезис социально-экономического содержания // Маркетинг в России и за рубежом. 2006. № 2. [Электронный ресурс] <<http://www.mavriz.ru/articles/2006/2/4220.html>>

² Новикова С.С. Социология: история, основы, институционализация в России. Московский психолого-социальный институт. – Воронеж: Изд-во НПО «МОДЭК», 2000 г. [Электронный ресурс] <http://www.gumer.info/bibliotek_Buks/Sociolog/Novik/26.php>

³ Назарова И. Ситуация в здравоохранении. [Электронный ресурс] <http://www.socpolitika.ru/rus/social_policy_research/analytics/document94.shtml>

⁴ Там же.

Для формировавшегося на тот момент сообщества предпринимателей фармация оказалась очень привлекательной сферой получения прибыли, что в свою очередь привело к стихийному развитию рыночных отношений, быстрому разгосударствлению и приватизации аптечных учреждений. Стали открываться частные аптеки, в управлении которыми часто были задействованы неспециалисты-провизоры, как это было в советские времена. В аптечной сети появилось большое количество некачественной и дорогой продукции.

Со временем развалившаяся система государственного контроля фармацевтической отрасли стала формироваться уже в новых рыночных условиях. Была введена система государственного контроля качества, эффективности и безопасности лекарственных средств, в том числе соответствие современным стандартам. Деятельность в этом направлении велась параллельно с формированием государственного законодательства, которое также регламентировало производство и распространение лекарственных средств: внесены дополнения в закон «О сертификации продукции и услуг»⁵, «О защите прав потребителей»⁶.

В итоге, комплекс вышеуказанных мер стал основой для формирования лекарственной политики⁷. Это позволило государству оперативно реагировать на изменения на рынке лекарственных препаратов исходя из текущих приоритетов.

Аптека сегодня отличается от наших традиционных представлений о ней. Изменилась среда ее функционирования, изменился и покупатель, он стал более информирован о товарах, критически настроен, у него появилась возможность выбора. Как следствие, изменился формат аптек: все чаще он напоминает супермаркет с открытой выкладкой и сходящим на «нет» рецептурно-производственным отделом.

Несмотря на свою важную социальную функцию, аптека – это в первую очередь коммерческое предприятие. И ключевым приоритетом ее деятельности стало получение прибыли. В этой связи для руководства розничных фармацевтических предприятий остается актуальным вопрос эффективного управления бизнесом. Управляющим, в свою очередь, приходится

⁵ Закон Российской Федерации от 10 июня 1993 г. № 5151-1 (ред. 31.07.98) «О сертификации продукции и услуг». [Электронный ресурс] <<http://prof.consultant.ru/>>

⁶ Закон Российской Федерации от 17 декабря 1999 г. № 212 – ФЗ «О защите прав потребителей». [Электронный ресурс] <<http://prof.consultant.ru/>>

⁷ Минздравсоцразвитие. здравоохранение. Лекарственное обеспечение и лекарственная политика. [Электронный ресурс] <<http://www.minzdravsoc.ru/health/remedy>>

лабиринт между интересами покупателей, установками государственного регулятора и существующими ресурсами рынка лекарств и оздоровительных товаров, а также рынка труда.

Изменились и основные функции фармацевтических специалистов, работающих в аптечных организациях. Теперь фармацевты должны обладать не только опытом работы с лекарственными препаратами и навыками по продаже медикаментов (выкладка товаров по фармацевтическим группам и в соответствии с условиями хранения, контроль наличия и срока годности товаров, участие в инвентаризации). Им также необходимо знать рынок современной лечебной косметики и сопутствующих товаров.

Одно из новых требований – владеть информацией об использовании современных схем лечения, пользоваться данными доказательной медицины, быть подготовленным для проведения консультаций по вопросам самолечения, обеспечивать клиентов необходимой информацией, связанной с применением БАД и лекарственных средств; обеспечивать исполнение правовых и этических норм оказания фармацевтических услуг. При этом консультационная деятельность в целом должна строиться на современной тенденции к ведению здорового образа жизни. И не менее серьезное требование к сотрудникам аптеки – желание и умение работать с людьми.

На сегодняшний день рынок труда специалистов фармацевтической отрасли, готовых работать в розничных аптечных сетях, не соответствует потребностям работодателя. Демографический провал 1990 годов привел к сокращению выпускников профессиональных медицинских и фармацевтических учебных учреждений в 2000 годах. Результатом стал своего рода «кадровый голод», особенно среди высококвалифицированных специалистов в фармотрасле.

Очевиден и другой, не менее важный фактор – формирование профессиональных взглядов у выпускаемых специалистов. Все реже встречается установка строить фармацевтическую карьеру в широком плане, а не сосредотачиваться на «узкой» специализации в одном направлении.

Перспективные молодые специалисты часто не готовы начинать карьеру с работы в розничной аптечной сети. Этому способствует в том числе и появление в России новой профессиональной специализации – медицинского представителя, которая довольна популярна на рынке труда фармотрасли.

Для руководства многих аптечных предприятий остро стоит задача разработать концепцию кадровой политики. На сегодняшний день в крупнейших компаниях страны приняты соответствующие концепции, которые слу-

жат своего рода руководством к действию по управлению таким ресурсом, как человеческий капитал⁸.

Наиболее успешное, на наш взгляд, определение категории «управление персоналом» (или же человеческими ресурсами) приведено в Большом психологическом словаре. Это направление менеджмента, основная цель которого – повышение производительности посредством создания благоприятных условий для деятельности сотрудников организации⁹.

Несомненно, при разработке концепции управления персоналом необходимо принимать во внимание сформировавшиеся концепции управления человеческими ресурсами.

Классические теории подразумевают технико-экономический (технократический) подход к управлению кадрами предприятий, который строится на научной организации труда, внедренной в управление еще в начале XX в. Основные задачи руководства компаний сводились к строгому контролю и наблюдению за работниками; дроблению задач на простые и понятные элементы; жесткому разделению управленческих и исполнительских функций, использованию авторитарного стиля руководства; обеспечению материального стимулирования работников; учету некоторых незначительного спектра интересов работников и соблюдению их прав.

Культура труда в России связана с советской моделью, построенной на принципах научной организации труда и созданной советскими учеными А.К. Гастевым, А.Ф. Журавским и др. Эта модель основывалась на методах школы научного управления Ф. Тейлора и вобрала в себя многие достижения зарубежного менеджмента. Несмотря на наличие существенных недостатков, в советской экономической модели практически полностью удовлетворялась потребность в безопасности и защищенности, гарантировалось право на труд, пенсионное обеспечение, социальные блага: отпуск, оплата временной нетрудоспособности, обучение. Преимуществом советской модели было и создание развернутой системы нематериального стимулирования работников, включавшей социальные соревнования, моральные поощрения.

⁸ Политика в области корпоративной социальной ответственности ОАО «Сбербанк России». [Электронный ресурс] <http://www.sberbank.ru/common/img/uploaded/files/pdf/POLICY_for_Corporate_Social_Responsibility.pdf>; Карьера в компании. Официальный сайт РУСАЛ. [Электронный ресурс] <http://www.rusal.ru/career/work_in_company/>; Кадровая политика. Сургутнефтегаз. [Электронный ресурс] <<http://www.surgutneftgas.ru/ru/staff/complect/>>

⁹ Большой психологический словарь. – М.: Прайм-ЕВРОЗНАК, 2003.

Резкое изменение экономической ситуации в нашей стране, возникновение рыночных отношений привели к изменениям в системе человеческих ценностей. Поэтому современному российскому менеджеру в целях достижения эффективного управления персоналом фирмы необходимо сохранять, применять и совершенствовать инструменты, созданные советской системой управления кадрами, и внедрять методы зарубежного менеджмента, соответствующие параметрам рыночной экономики.

На Западе теоретические разработки проблем управления персоналом получили интенсивное развитие в течение всего прошлого столетия. При этом научные рекомендации прошли путь от акцента на простейшие функции надзора за трудовой деятельностью до развития интеллектуального потенциала работников как одного из основных конкурентных преимуществ организации.

Исходя из современной ситуации на фармацевтическом рынке, которая характеризуется нехваткой требуемых специалистов, свою актуальность сохраняет концепция «человеческого капитала». Согласно теории человеческого капитала, разработанной в начале 1960 годов американскими экономистами Теодором Шульцем, Гэри Беккером и Джейкобом Минсером, вложение средств в человека осуществляется в целях повышения его способности зарабатывать в будущем¹⁰. Создатели этой теории считают все затраты на такую деятельность, как образование, профессиональное обучение и миграция, вложением в благосостояние общества. Таким образом, общее богатство нации представляет собой сочетание человеческого и материального капиталов.

Данная теория предлагает объяснение широкому спектру явлений на рынке труда, например, таких, как разница в зарплате рабочих разной квалификации, колебание уровня безработицы в зависимости от профессии, принятие человеком решения получить образование или пройти обучение и т. д. Эта теория также влияет на определение политики предоставления бюджетных ресурсов на образование, профессиональное обучение и медицинскую помощь.

Термин «капитал» обычно относят к тем продуктам труда, которые собираются использовать для дальнейшего производства. Процесс создания капитала называют инвестированием. Инвестирование, согласно определению, требует первоначальных затрат, которые затем, через некоторый промежуток времени, окупаются.

¹⁰ Государственное управление. Словарь-справочник. – М.: ООО «Издательство „Петрополис“», 2000.

В рамках теории человеческого капитала люди могут увеличить свои возможности, вкладывая средства в себя, а правительство – увеличить национальный доход, направляя средства на создание человеческого капитала. Главным доводом в пользу таких инвестиций является то, что затраченные средства могут окупиться за счет увеличения производительности труда и повышения зарплаты и таким образом быть оправданными.

Человеческий капитал может принимать различные формы. В целом, любые приобретенные навыки, знания или даже информация, которые помогут человеку повысить производительность и таким образом больше заработать, могут рассматриваться как одна из форм человеческого капитала. Среди типичных форм инвестирования в человеческий капитал выделяют образование, обучение, миграция и здравоохранение.

Инвестирование посредством образования включает как получение формального высшего образования, так и последующее его продолжение, например, посещение вечерних курсов. Образование в различных его видах является главным из направлений деятельности по инвестированию в человеческий капитал, поскольку требует значительных затрат времени и средств.

Обучение может быть профессиональным, т. е. направленным на приобретение знаний и навыков в области профессиональной деятельности, или специальным, нацеленным на приобретение особых умений. Оно может проводиться как в процессе работы, так и в отрыве от нее – на специальных курсах. Обучение также может подразделяться на общее (повышение уровня грамотности) и специальное (навыки для определенного вида работы или учреждения). Обучение также составляет большую часть инвестиций в человеческий капитал.

Миграция рабочей силы также рассматривается как инвестиция в человеческий капитал, поскольку переезд из места с низкими заработками в тот район, где они высокие, ведет не только к повышению заработка, но и к лучшему использованию умений человека. Поиск работы считается вложением капитала, поскольку требует значительных усилий и определенных затрат на сбор информации о рынке труда.

Различного рода услуги по охране здоровья и организации питания также представляют собой капиталовложение, поскольку они увеличивают отдачу от труда, снижая заболеваемость и смертность, и помогают сохранить здоровье и, соответственно, увеличить длительность продуктивного периода жизни.

В целом на протяжении всей истории развития экономической мысли разные ученые использовали концепцию человеческого капитала для демонстрации экономической значимости запаса человеческих ресурсов и предвосхитили практику рассмотрения человеческого капитала с тех же научных позиций, что и обычного физического капитала.

Отличия от физического капитала. Для того чтобы полностью понять концепцию человеческого капитала, имеет смысл определить различия между физическим и человеческим капиталами. Хотя они в определенном смысле схожи, особенно в том, что касается вкладывания средств сегодня с целью получения прибыли в дальнейшем, человеческий капитал имеет уникальные черты.

В отличие от физического капитала, человеческий капитал не передается, он непосредственно связан с человеком – его носителем. Владельцем человеческого капитала в свободном обществе может быть только сам человек. Эта форма капитала может также особым образом обесцениваться, если, к примеру, его владелец заболевает, и полностью пропадает при смерти владельца. Это делает инвестирование в человеческий капитал гораздо более рискованным, чем инвестирование в физический капитал.

Размер вложений в человеческий капитал очень трудно, если вообще возможно оценить. В отличие от физического капитала, стоимость которого можно подсчитать напрямую, человеческий капитал оценивается опосредованно – величиной будущих доходов. Каким образом оценить эти будущие доходы и, соответственно, подсчитать реальную цену инвестирования в человеческий капитал, – серьезная эмпирическая проблема. Также трудно, почти невозможно, определить точное количество человеческого капитала.

В отличие от физического капитала, инвестирование в который обычно производится только в целях развития производства, средства, вкладываемые в человеческий капитал, могут частично использоваться непроизводительно. Таким образом, расходы на него не могут быть полностью отнесены к инвестициям. Все это затрудняет подсчет стоимости и окупаемости вложений в человеческий капитал.

Вложение средств в человеческий капитал обычно происходит в трех формах. *Во-первых*, это могут быть прямые расходы из личного бюджета, идущие на оплату обучения и покупку учебников, а также стоимость переездов, необходимых для поиска работы, и т.д. *Во-вторых*, это возможные издержки от упущенного заработка. Даже если, например, человек работает полный рабочий день и посещает вечерние курсы, он несет возможные из-

держки в том смысле, что он мог бы потратить свое время и энергию с тем, чтобы что-нибудь произвести. *В-третьих*, затраты, составляющие инвестирование в человеческий капитал, часто можно отнести к психологическим. Так, например, занятия на курсах зачастую предполагают трудности, стресс, тревогу, скуку и усталость; а миграция означает прощание с друзьями и родственниками, отказ от привычного окружения. Все это относят к психологическим затратам, вложенным в человеческий капитал.

Уровень окупаемости вложений может дать четкую и достаточно полную картину экономических последствий инвестирования в человеческий капитал. Одной из трудностей точного подсчета реального уровня окупаемости является то, что продуктивность определенного количества и типа инвестиций в человеческий капитал может быть весьма различной, что существенно отличает его от капитала физического.

Основной проблемой является определение экономического эффекта от инвестирования в человеческий капитал. Многочисленные эмпирические исследования показали, что уровни возврата инвестиций в него и в физический капитал сопоставимы, хотя различные формы вложений в человеческий капитал могут определять и различные уровни возврата.

Теория человеческого капитала предоставляет одно из основных объяснений различий в заработной плате в зависимости от уровня квалификации, возраста и профессии. Она также позволяет объяснить и разные уровни безработицы в зависимости от навыков, знаний и профессии – среди работников более высокого уровня профессиональной подготовки она несколько ниже, чем среди персонала, занятого менее квалифицированным трудом. Кроме того, данная теория может оказаться полезной при исследовании таких процессов, как миграция рабочей силы и поиск работы.

Одно из важных положений теории человеческого капитала заключается в том, что его увеличение находится среди главных причин экономического развития, поскольку человеческий капитал составляет большую часть благосостояния общества. Исследователи указывают, что большие социальные и экономические достижения являются результатом вложений капитала в образование, обучение, здравоохранение и питание, а также другие виды деятельности, обеспечивающие создание человеческого капитала. Поэтому инвестирование в человеческий капитал является абсолютно необходимым для любой национальной экономики, особенно в развивающихся странах.

Подобно любому рынку капиталовложений, рынок человеческого капитала не свободен от недостатков. Среди них преобладают относительная

свобода передвижения рабочей силы, которая снижает готовность работодателей вкладывать средства в ее развитие, недостаток информации о ценности образования, особенно среди молодежи, что приводит к недостаточному или неправильному вложению в человеческий капитал, и высокая стоимость крупных капиталовложений.

Стоит отметить, что инвестирование в человеческий капитал функционально включено в деятельность компании по управлению персоналом и нередко входит в круг задач соответствующего подразделения компании.

Вложение в человеческий капитал подчиняется тому же набору принципов, формирующих кадровую политику в целом. Система управления персоналом предполагает экономичность, перспективность, комплексность, простоту, научность, прозрачность, автономность, согласованность, устойчивость, комфортность, многоаспектность, прогрессивность.

При соблюдении указанных принципов в идеале система управления персоналом будет учитывать перспективы развития организации, ориентироваться на современные достижения науки в сфере управления, строиться на единой концепции, включать в себя «локальные регуляторы», которые при отклонении от заданной цели организации ставят того или иного работника или подразделение в невыгодное положение, поддерживать свободную среду для творческих процессов выработки, принятия и реализации решений человеком, а также допускать управление персоналом по различным каналам. При этом чем проще устроена система управления, тем лучше она работает.

В процессе инвестиций в человеческий капитал на фармацевтическом рынке, вероятно, не стоит рассчитывать на то, что рыночные механизмы сами по себе обеспечат оптимальный для экономики уровень подобных вложений. Поэтому жизненно необходимым становится участие правительства в инвестировании в человеческий капитал. Правительствам необходимо изучить его различные формы и все издержки и прибыли, с ним связанные, а затем оптимально распределить ресурсы.

Итак, для анализа фармацевтического рынка труда концепция человеческого капитала более эффективна, чем неоклассическая экономическая теория, обе они изначально основываются на допущении, что существует «идеальная» информация о возможностях инвестиций в человеческий капитал как в заданный момент, так и в будущий период времени. Теория предполагает, что индивид правильно оценивает инвестиционные затраты и предполагаемую отдачу в виде будущих заработков. Это допущение не учитывает множества экономических и даже политических факторов, способных повлиять на возможность заработка при определенных навыках и профессии.

Вложения в человеческий капитал, как например, образование, определяют только небольшую часть колебаний в размерах заработка людей. Если не учитывать такие факторы, как происхождение и мотивация, это может привести к завышенной оценке будущей самоокупаемости при инвестировании в человеческий капитал.

Демин П.Ю., магистрант

Бургонова Г.Н., к.э.н., профессор – научный руководитель

ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНЧЕСКОГО УЧЕТА ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ

В современных условиях развития экономики основной информационной системой, формирующей экономические данные для разработки и принятия управленческих решений, связанных с повышением эффективности использования основных средств, является бухгалтерский управленческий учет.

Первым шагом в построении системы управленческого учета основных средств должно стать определение задач, стоящих перед руководством. К ним, в частности, относятся:

- выработка стратегических целей развития предприятия с учетом отраслевых особенностей;
- повышение эффективности использования основных средств в основных внутрипроизводственных процессах.

Управленческий учет – относительно новое для России направление, которое пользуется общепринятыми концепциями 1960 годов, не выходящими далеко за рамки бухгалтерского учета. Комплексный подход к использованию основных средств – одна из особенностей управленческого учета.

Анализ экономической литературы по исследуемой проблеме позволяет выделить некоторые недостатки построения системы управленческого учета основных средств:

- отсутствие четких стратегических целей;
- неправильное распределение функций между сотрудниками, ответственными за эффективное использование основных средств;
- отсутствие четкого механизма взаимодействия между центрами ответственности за использованием, обновлением, ремонтом, вводом в действие и списанием с баланса основных средств;

– отсутствие механизма контроля и получения четкой, своевременной информации.

Построение системы управленческого учета основных средств – процесс поэтапный, предполагающий решение управленческих задач.

На первом этапе – формирование управленческого решения, включающего следующие действия:

- отбор данных, систему их сбора и правильного документооборота;
- планируемые результаты и ответственных за их достижение.

На втором этапе – увязка приемлемых решений с действующими управленческими решениями, учетной политикой, улучшенными технологиями.

На завершающем этапе – внедрение управленческих технологий, на основе проектирования оптимальной иерархии отчетов и их адаптации к нуждам руководителей различных уровней. Эффективность любой системы управления во многом зависит от качества, своевременности и достоверности представляемой информации. Информационная система любой организации состоит из различных подсистем, среди которых наибольший удельный вес занимает экономическая, использующая информацию учетной системы. Место современной учетной системы в общем информационном поле можно представить в виде схемы (рис. 1).

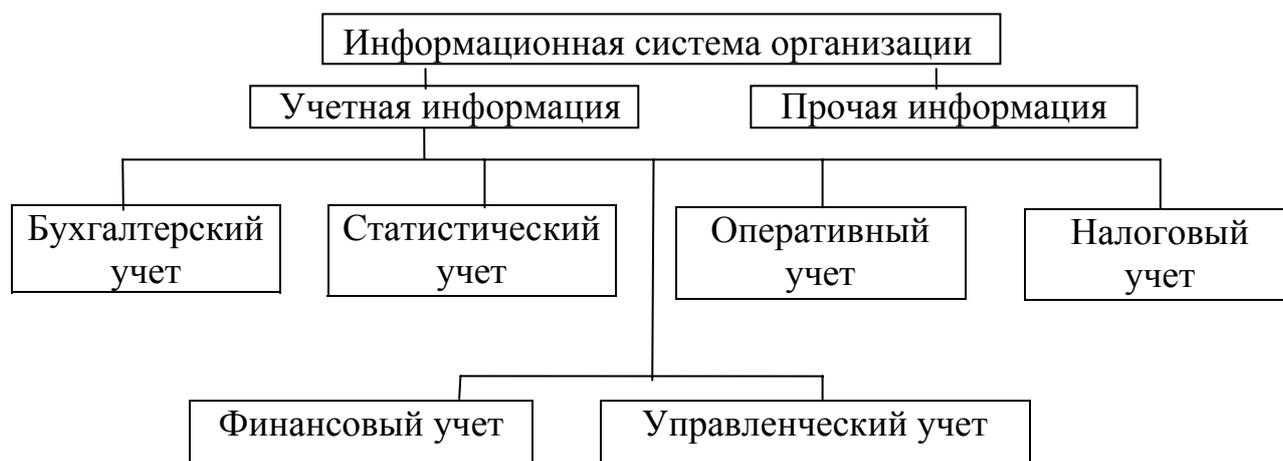


Рис. 1. Информационная система организации

За последние годы ученые-экономисты внесли весомый вклад в решение общих проблем теории, методологии и организации управленческого учета. Однако научная разработка теоретических, методологических и организационно-практических положений управленческого учета основных средств в условиях трансформационной экономики крайне недостаточна.

Управленческий учет основных средств, с нашей точки зрения, представляет комплексную систему, включающую в себя: анализ, прогнозирование, планирование, организацию, контроль, стимулирование и принятие управленческих решений (рис. 2).

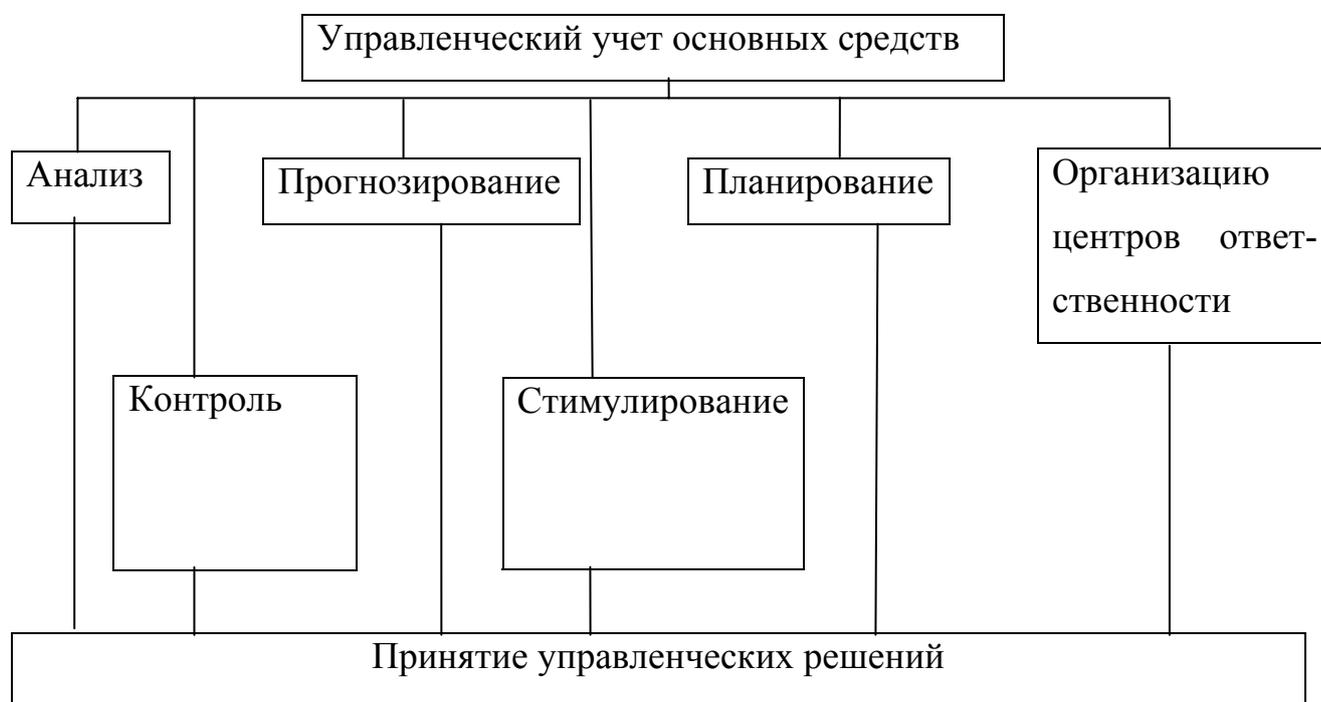


Рис. 2. Управленческий учет основных средств

Управленческие цели включают в себя сбор и обработку данных о различных операциях по движению основных фондов, их оценке и переоценке в разрезе учетных групп, начислению амортизации и ее использованию, о проведенных ремонтах в разрезе видов ремонта основных средств.

Кризисная ситуация в России привела к снижению эффективности использования основных средств, падению фондоотдачи и фондоемкости, существенному износу основных средств.

В рыночных условиях важно прогнозировать критические ситуации, находить оптимальные решения, что обуславливает необходимость освоения методов и средств управления основными средствами.

Одной из актуальных проблем в управлении основными средствами является их оценка и переоценка, так как эти оба процесса влияют на финансовый результат деятельности организации.

Первые исторические упоминания о переоценке основных фондов в масштабах страны связаны с обязательными переоценками, проводимыми

в СССР. Они проводились с целью приведения к основному показателю основных фондов страны и выявлению их реальной стоимости. Первая обязательная переоценка была проведена в СССР по состоянию на 01 октября 1925 года, это потребовалось молодой Советской Республике для обоснования стоимостного, количественного и качественного состава основных фондов. К 1940 году СССР достиг весомых показателей в экономике, за двадцать лет был достигнут прирост основных фондов во всех отраслях. Следующий этап связан с послевоенным восстановлением. За пять послевоенных лет выросли показатели по всем отраслям народного хозяйства, по сравнению с 1940 годом (табл. 1). В последующие периоды переоценка проводилась в 60-ые годы в два периода. Первый период пришелся на 01 января 1960 года, в котором была проведена переоценка основных фондов производственных предприятий. Во втором периоде переоценка производилась для определения реальной стоимости основных фондов колхозов и совхозов, в целом она затронула весь сельскохозяйственный комплекс страны. Позднее была произведена переоценка по хозрасчетным предприятиям и организациям на 01 января 1972 года, позже на 01 января 1973 года была произведена переоценка организаций, состоящих на государственном бюджете. Переоценки, проводимые в СССР в период 1925–1973 гг., имели очень важное экономическое значение, так как были получены важные показатели, характеризующие основные фонды страны: стоимость и количество, структура и территориальное расположение, степень износа. О темпах роста основных фондов по отраслям народного хозяйства можно судить по данным табл. 1, составленной автором.

С началом перестройки в 1986 году и последующим распадом СССР в 1991 году остро встала проблема с обновлением основных средств в связи с высокой степенью износа. В 1985 году, провозглашая курс на ускорение, М.С. Горбачев надеялся с минимальными затратами за счет «скрытых резервов» в короткий срок добиться подъема экономики. Предполагалось изменить инвестиционную и структурную политику, направив ресурсы на техническое перевооружение, модернизацию действующих предприятий, сократив до минимума финансирование незавершенного строительства новых объектов.¹

¹ Перестройка. [Электронный ресурс] <<http://www.ref.by/refs/64/41050/1.html>>

Таблица 1

**Темпы роста основных фондов по отраслям народного хозяйства,
в % к 1940 г.²**

Основные фонды	1940г.	1950г.	1960г.	1965г.	1970г.	1971г.	1980г.	1985г.	1986г.
Все основные фонды (включая скот)	100	117	289	436	626	676	1259	1687	1777
Производственные основные фонды, из них:	100	124	316	503	746	810	1695	2176	2290
промышленности	100	141	424	715	1087	1185	2359	3259	3440
сельского хозяйства: включая скот	100	101	212	304	426	462	917	1216	1269
без скота	100	101	278	443	672	735	1713	2335	2445
транспорта и связи	100	120	284	439	616	660	1260	1712	1805
строительства	100	241	748	1306	2382	2685	6107	8588	8993
Непроизводственные основные фонды	100	111	259	362	493	528	893	1154	1217
из них жилищного хозяйства	100	105	222	294	377	396	623	793	835

Следующая переоценка основных средств была произведена согласно приказу Министерства финансов России от 03 сентября 1997 года за № 65н по состоянию на 01 января 1998 года. На современном этапе переоценка основных средств предприятия носит добровольный характер. Согласно Приказу Минфина России от 24.12.2010 № 186н коммерческие организации могут не чаще одного раза в год (по состоянию на 31 декабря отчетного года) переоценивать группы однородных объектов основных средств.

Управленческий учет основных средств требует правильного отражения переоценки на счетах бухгалтерского учета. Сумма дооценки объекта основных средств в результате переоценки зачисляется в добавочный капитал организации, сумма уценки объекта основных средств в результате переоценки относится на финансовый результат в качестве прочих расходов, при выбытии объекта основных средств сумма его дооценки списывается с доба-

² Великая Страна СССР. [Электронный ресурс] <http://www.great-country.ru/content/sssр_stat/xoz_1922-1972/xoz_50-032.php>

вочного капитала организации в нераспределенную прибыль организации.³ По данным ведомости переоценки основных средств, в бухгалтерском учете будут отражены следующие записи:

1. На сумму дооценки основных средств и амортизации:
увеличение первоначальной стоимости основного средства:
Д01 Основные средства
К83 Добавочный капитал
корректировка амортизации:
Д83 Добавочный капитал
К02 Амортизация основных средств
2. На сумму уценки основных средств и амортизации:
уменьшение первоначальной стоимости основного средства:
Д91/2 Прочие расходы
К01 Основные средства
и Д 99 Прибыли и убытки
К 91/9 Сальдо прочих доходов и расходов
корректировка амортизации:
Д02 Амортизация основных средств
К91/1 Прочие доходы
и Д 91/9 Сальдо прочих доходов и расходов
К 99 Прибыли и убытки
3. При выбытии объекта основных средств:
перенос суммы дооценки при выбытии
Д83 Добавочный капитал
К84 Нераспределенная прибыль

Существенное изменение в экономике страны привели к росту основных фондов.

В Российской Федерации прирост основных фондов, по данным Федеральной службы Государственной статистики, за двадцать лет увеличился на 31,9 % и составил 91 258 612 млн рублей на конец 2010 года, о чем свидетельствуют данные табл. 2.

В управленческом учете одной из важных задач является осуществление внутреннего контроля за наличием и состоянием основных средств, к процедурам которого следует отнести контроль:

– приобретения основных средств, что должно быть документально подтверждено и отображено в учете;

³ Приказ Минфина России от 24.12.2010 № 186н.

- за сохранностью и содержанием в надлежащем состоянии основных средств;
- за начислением амортизации и ее использованием;
- за своевременным отражением выбытия основных средств;
- лиц, ответственных за ввод в эксплуатацию, восстановление и проведение ремонта основных средств;
- проведения оперативного анализа использования основных средств.

Таблица 2

**Наличие и динамика основных фондов в Российской Федерации на конец года
(в сопоставимых ценах)⁴**

Годы	Млн рублей (до 1998 г. – млрд рублей)	В % к предыдущему году	В % к 1990 году
1990	1927	104.2	100.0
1991	2061	103.5	103.5
1992	43215	102.0	105.6
1993	63861	100.6	106.2
1994	1221494	99.9	106.1
1995	5 306 460	100.1	106.2
1996	13 250 160	99.9	106.1
1997	13 411 951	99.6	105.6
1998	14 277 540	99.7	105.4
1999	14 334 783	100.2	105.6
2000	17 464 172	100.5	106.2
2001	21 495 236	100.9	107.1
2002	26 333 273	101.0	108.2
2003	32 173 286	101.3	109.5
2004	34 873 724	101.6	111.3
2005	41 493 568	101.9	113.5
2006	47 489 498	102.4	116.2
2007	60 391 454	103.1	119.8
2008	74 441 095	103.6	124.1
2009	82 302 969	103.2	128.1
2010	93185612	103.0	131.9

⁴ Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]
<<http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/enterprise/fund/#>>

Выполнение предприятием вышеуказанных процедур позволит повысить качество информации для принятия управленческих решений.

Учитывая возросшие требования к эффективности использования основных средств, получение достоверной информации приобретает важное значение. Формированием данной информации должно заниматься специально созданное подразделение, находящееся в подчинении генерального директора.

Таким образом, разработка теоретических и практических положений управленческого учета основных средств в настоящее время весьма актуальна и своевременна.

Кривых Т.В., магистрант

Погостинская Н.Н., д.э.н., профессор – научный руководитель

АНАЛИЗ МЕТОДОВ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Финансирование – обеспечение денежными ресурсами текущих затрат и капитальных вложений. Источниками формирования финансовых ресурсов являются собственные средства предприятия и привлеченные им из разных источников.

Структура финансовых источников [4, с. 153]:

- доля собственного капитала с разбивкой на уставной капитал, добавочный капитал, нераспределенную прибыль;
- доля долгосрочных финансовых источников (доля заемного капитала);
- доля краткосрочных финансовых обязательств (банковские ссуды до года);
- доля спонтанного финансирования (кредиторская задолженность и задолженность по заработной плате и налогам).

Финансовые решения по структуре капитала – это выбор между риском и доходностью. При принятии решения об использовании любого ресурса важным моментом является оценка его стоимости. Структура капитала является одним из факторов роста стоимости предприятия.

Г. Дональдсон пришел к выводу, что предприятия предпочитают финансироваться за счет внутренних средств [2, с. 82]. Однако Ковалев отмеча-

ет, что собственные источники всегда ограничены в объеме, заемные, в принципе, не ограничены [3]. И стоимость заемного капитала обычно ниже. Соответственно, потребность в привлечении источников финансирования существует в любом предприятии. Поэтому при планировании капиталовложений всегда приходится ориентироваться на мобилизацию заемного капитала, и от эффективности управления этими источниками зависит его финансовое состояние и устойчивость. Кроме того, привлечение заемных средств повышает финансовый риск. С ростом финансовой зависимости предприятия дополнительный внешний источник финансирования может быть мобилизован лишь под более высокую, чем в обычных условиях, процентную ставку, что влечет за собой и повышение средневзвешенной стоимости капитала. При достижении некоторого предела в структуре капитала, когда доля заемных средств высокая, привлечение очередного объема заемного финансирования становится практически невозможным.

Оптимизация источников финансирования предприятий или структуры капитала является одной из наиболее важных и сложных задач управления финансами. В связи с нехваткой собственных средств эта проблема встает наиболее остро перед многими предприятиями. Необходимо также отметить, что для формирования оптимальной структуры источников финансирования не существует универсальных критериев. В этом и заключается неоднозначность проблемы.

Методы оптимизации источников финансирования

Оптимизация структуры капитала подразумевает такое сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала и оптимум между финансовой устойчивостью и рентабельностью собственного капитала.

Существуют различные модели обоснования оптимальной структуры капитала на стоимость предприятия, которая приведена на рисунке 1 [4, с. 152].

О проблеме распределения капитала говорилось еще в трудах Карла Маркса и неоклассиков [1, с. 3]. Они сформировали традиционный подход к оптимизации собственных и заемных средств. Данный подход состоит в том, что стоимость предприятия зависит от источников финансирования. Найти оптимальную структуру можно, минимизировав средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

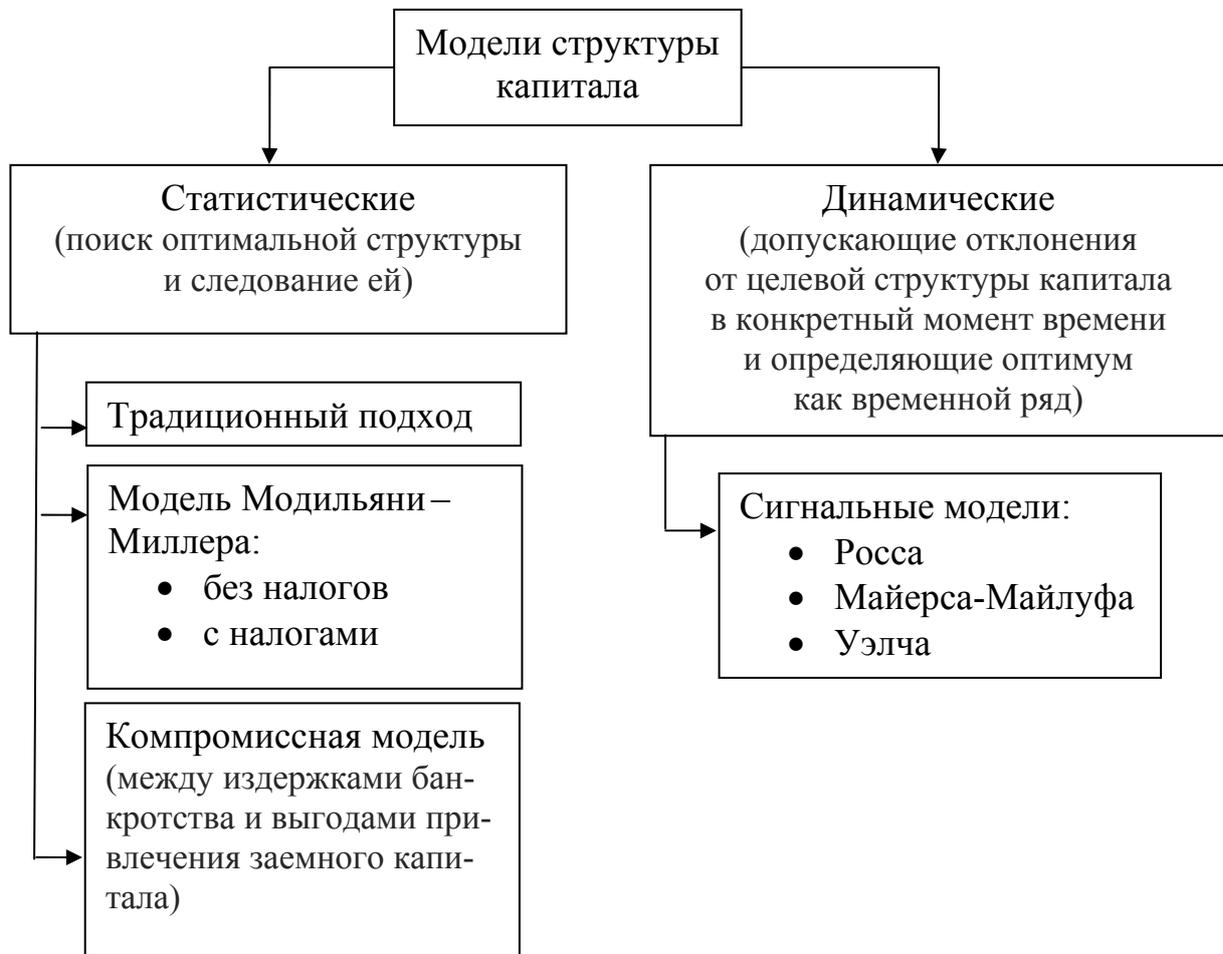


Рис. 1. Обоснование структуры капитала различными методами

В 50-х годах XX века решение о структуре капитала искали Франко Модильяни и Мертон Миллер [1, с. 3]. Вначале они сделали вывод о том, что оптимальная структура капитала отсутствует. Впоследствии Модильяни и Миллер пришли к заключению, что оптимальным будет наличие только заемных средств, которые дают налоговые преимущества – налоговый щит. Многие ученые были не согласны с их выводами. И в 60-х годах сформировались два противоположных направления: теория статистического компромисса и иерархии. Статистическая теория компромисса (Н. Бэкстер и др.) утверждает, что оптимальная структура капитала существует и чтобы ее найти, нужно оценить издержки и выгоды дополнительного финансирования [2, с. 81]. Теория иерархии, или теория порядка источников финансирования (С. Майерс), наиболее известная модель асимметричной информации, не предполагает какого-то определенного оптимального соотношения долга и собственного капитала. Данная теория исключает одно из ограничений, введенное Модильяни и Миллером, и учитывает асимметрию информации между инвесторами, кредиторами и менеджерами предприятия. Однако Дональдсон отмечает, что компании прежде всего используют в качестве источника

финансирования нераспределенную прибыль и лишь в случае необходимости переходят к ценным бумагам с наименьшим риском – облигациям, на цены которых информационная асимметрия оказывает менее негативное влияние [2, с. 82].

В сигнальных теориях Росса, Майерса–Майлуфа, Уэлча и других учитывается ограничение о том, что отношения участников рынка к риску различны [4, с. 164]. Они утверждают, что выбор структуры капитала зависит от субъективных факторов, связанных с разной информированностью участников рынка о положении дел. Асимметрия может быть снижена с помощью определенных сигналов.

Например, в модели Майерса–Майлуфа говорится о том, что если участники рынка не располагают полной информацией, то лучше использовать те средства, которые наименее зависят от такой информации (например, прибыль).

Современный подход оптимизации структуры капитала – поведенческий подход [1, с. 4]. К этому подходу относят теорию отслеживания рынка, теорию информационных каскадов, теорию автономии инвестиций менеджеров. Основоположники данного метода С. Бихчандани, И. Вэлч, Д. Хиршляйфер, М. Бейкер, Дж. Веглер, А. Диттмар, А. Такора и др. Они выделили то, что главным в выборе структуры источников финансирования являются субъективные факторы и конъюнктура рынка. Но проблема оптимального соотношения долга и капитала остается.

Сравнение методов оптимизации структуры капитала

Сравнение методов оптимизации структуры капитала (см. таблицу) показывает, что все модели имеют недостатки и не могут безоговорочно использоваться для принятия решений о соотношении собственных и заемных средств финансирования деятельности предприятия. Кроме того, не все модели предполагают, что можно найти оптимальную структуру капитала. Таким

образом, проблема существования и выбора оптимальной структуры капитала является одной из самых сложных, неоднозначных и противоречивых теорий.

Сторонники модели ММ считают, что при наличии налогов на прибыль на совершенном рынке максимальная стоимость достигается при финансировании полностью за счет использования заемных средств, что невозможно. При наличии налогов на прибыль и подоходных налогов цена фирмы зависит

от ставок подоходных налогов и растет с ростом долга [4, с. 160]. В традиционном подходе имеется зависимость между стоимостью предприятия и структурой капитала: повышение доли заемных средств (до определенного уровня) ведет к росту стоимости фирмы [4, с. 154]. Возможно, такой подход будет более эффективен в случае наличия существенных налоговых льгот или низкой стоимости привлечения финансовых средств.

Сторонники других моделей полагают, что определенная доля заемных средств должна быть, но не должна составлять бóльшую долю, так как это приведет к повышению риска, стоимости привлечения денежных средств и издержек. Общим для этих теорий является нахождение определенного баланса. Так, в теории компромисса это равновесие между доходностью предприятия и возникающим риском, а в модели агентских издержек – между выгодами и издержками заемного финансирования в отношении решения агентских конфликтов.

В отдельную группу следует выделить модели, в которых стоимость фирмы не зависит от структуры капитала. По модели ММ при отсутствии налогов стоимость капитала не зависит от способа ее финансирования, а в моделях ассиметричной информации решения по финансированию принимаются менеджерами на основе информации, как правило, недоступной инвесторам. Все-таки я склонна полагать, что зависимость между стоимостью и структурой капитала существует и имеет достаточно сложный характер.

На мой взгляд, дальнейшее развитие методов оптимизации структуры собственного и заемного капитала должно включать положения различных теорий. Необходимо применение разных моделей для тех предприятий, где управлением занимаются наемные менеджеры, и тех, где владельцы капитала сами принимают управленческие решения. Так, в первом случае в основе модели должен лежать метод агентских издержек как более полно учитывающий допущения о совершенстве рынка и более точный для описания реального рынка. Во втором же случае требуется новая теория, поскольку метод агентских издержек не подходит для этого случая, а теория компромисса слабо описывает реальную практику. При этом обе модели должны иметь ряд общих положений. Само же дальнейшее развитие может учитывать действия внешних по отношению к предприятию факторов.

Модели оптимизации структуры капитала

	Модель ММ (без налогов)	Модель ММ (с налогами)	Традиционный подход	Теория компромисса	Модель асимметричной информации		Модели агентских издержек
					теория иерархии	модель Росса	
1	2	3	4	5	6	7	8
Критерий оптимальности	–	стоимость п/п (рост долга)	стоимость п/п (минимизация цены капитала WACC)	стоимость п/п (баланс между доходностью и возникающим риском)	–		стоимость п/п (минимизация агентских издержек)
Существование оптимальной структуры	–	+	+	+	–		+
Условия рынка	СР	НСР	НСР	НСР	НСР		НСР
Факторы:							
налогообложение	–	+	+	+	не имеет значения		не имеет значения
асимметричность информации	–	–	–	–	+		+
агентские издержки	–	–	–	–	–		+
учет банкротства	–	–	–	+	–		+

Таблица (продолжение)

1	2	3	4	5	6	7	8
МАХ стоимость предприятия достигается	структура капитала не влияет на стоимость предприятия	за счет роста долга, увеличения ставок подоходного налога	при использовании максимально возможной доли займов в финансировании	когда стоимость налоговых выгод равна ожидаемой стоимости банкротства, при низком финансовом рычаге	определяется результатами деятельности предприятия		при равновесии между выгодами и издержками заемного финансирования в отношении решения агентских конфликтов
Использование в реальной практике	–	–	–	частично	+	затруднено	характерно для корпоративной формы организации бизнеса

Заключение

В ходе работы был проведен анализ различных моделей оптимизации структуры капитала, процесса эволюции этих теорий.

Проблема является весьма актуальной, так как все предприятия привлекают заемные средства. Выбор оптимального соотношения собственных и заемных средств финансирования позволит повысить рентабельность предприятия.

Выявлено, что эта проблема является сложной. Модели по нахождению оптимальной структуры имеют большое количество допущений о совершенстве рынка и не учитывают всех факторов, оказывающих влияния на выбор источников финансирования предприятий. Как следствие, на практике они мало используются или не используются вообще.

На каждом шаге включение в модель новых допущений не дает большей возможности применения. Требуется дальнейшее развитие метода. Я считаю, что при его формировании наряду с указанными параметрами необходимо учитывать, кто принимает управленческие решения (наемные менеджеры или владельцы капитала), а также действия внешних факторов, поскольку структура капитала зависит от состояния экономики страны (и мировой экономики) в целом.

Неэффективное управление капиталом может негативно повлиять не только на устойчивость компании, но и на стабильность всей мировой финансовой системы.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Анисин А.А.* Оптимизация соотношения собственных и заемных источников финансирования корпораций: Автореферат диссертации к.т.н. – Омск: ОмГУ, 2011. – 19 с.
2. *Зимкевич Н.В., Олеванова Е.А.* Эмпирическое тестирование теории структуры капитала: модели, направления, результаты // Корпоративные финансы. 2008. № 1 (5). – С. 81–102.
3. *Ковалев В.В.* Курс финансового менеджмента: учеб. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 448 с.
4. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учебник для вузов. – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 504 с.

Малиева М.И., магистрант

Трифорова Н.В., к.э.н., доцент – научный руководитель

MERGERS AND ACQUISITIONS – ASSESSMENT OF THE FINANCIAL EFFECT

Mergers and Acquisitions as a Method of Foreign Direct Investment. Over the last 20 years, business faced an increasing popularity of M&As as the main way of foreign direct investment. Economic recession of 2007-2008 was the main reason for a twofold drop in the volume. But even then M&As only plunged to the level of 2004 before getting back on track of growth. It is a widely known fact that the mergers and acquisitions follow a cyclical pattern where 4 years of constant growth in the number of deals announced are followed by approximately the same number of years when the number of transactions is decreasing. A peak in the deals volume and size observed in 2007 was followed by 4 years of decrease. 2011 fell short of the analytics' expectations that were predicting at least 50% growth in comparison to the first post-crisis year of 2010 and only demonstrated a slight increase of about 15% in both number and size of the deals (KMPG). Corporate aspirations that explain this increasingly popular strategy mainly revolve around global presence, diversification, and economies of scale (Papadakis, 2007).

Despite optimistic mood of the executives, research by both academics and consulting firms consistently show that 50-75 percent of M&As fail to live up to expectations (e.g. Swerdlow et al., 2001; Papadakis, 2005; Sirower, 1997). A lot of reviews have shown that, on average, firms create little or no value by making acquisitions (Hitt, Harrison, & Ireland, 2001). International mergers and acquisitions (M&As) are the most widely used method of foreign direct investment. According to the Accenture and The Economist Intelligence Unit global M&A survey performed in 2006, corporate strategy sees M&As as the main tool for speeding up the growth and creating sustainable value. Why Do the Companies Embark On M&As? Depending on the main business processes that the company is involved in, there are two main types of the M&As: vertical and horizontal. Vertical merger or acquisition implies that the target company is the provider of the raw materials to the acquirer. Horizontal acquisition happens when the target company is acquired by its competitor. In literature, there are several ways to classify the main reasons for the company to start the M&A within an industry. One of them identifies 3 main groups: 1) Economic efficiency 2) Resource acquisition and redeployment 3) Market power explanation Economic efficiency implies that as a result of

the M&A there is a potential of improving the cost base of the company through either the scale or scope advantages. (Henri A. Schildt, Tomi Laamanen and Thomas Keil, 2010).

Prior research has suggested that acquisitions might help create financial, operational, or managerial synergy benefits (Chatterjee, 1986; Trautwein, 1990). However, empirical results have often been mixed (e.g., Chatterjee, 1986; Fowler & Schmidt, 1988; Slusky & Caves, 1991). Horizontal acquisitions and mergers are usually seen as an opportunity to reduce costs through the rationalization of economies of scale and scope. Several studies show that asset divestiture (i.e. the elimination of redundant activities and inefficient management practices and competencies), improves the performance of horizontal acquisitions (Anand & Singh, 1997). Economies of scale and scope are more likely to exist in horizontal merger and acquisitions (Shaughnessy & Flanagan, 1998). Economies of scale arise if the merged company achieves low cost production as it increases the volume of a given activity. Production related economies of scale are commonly considered as the main driver of cost cutting, but economies of scale may also be realized in other areas of a business (e.g., R&D personnel and facilities, distribution, sales, or administrative activities) through the spreading of fixed costs over a higher total volume (Shepherd, 1979).

Economies of scope arise when the merged firm achieves cost savings as it increases the number of activities it performs. Horizontal acquisitions quite frequently increase the scope of the company and allow better usage of the firm's resources over a broader range of products (Lubatkin, 1998). Horizontal acquisitions provide opportunities for better usage of underutilized assets and divesting the less efficient assets (Shields T., 2000). In general, the exploitation of economies of scale and scope through M&A is usually possible due to asset rationalisation. Theoretically, this divestiture could take place without the use of an acquisition if the market were efficient enough to discipline firms into specializing their assets in a given activity according to their respective efficiency, and to stimulate efficient plant investment (Scherer & Ross, 1990). Acquiring resources such as technology or specialized knowledge is frequently mentioned as an acquisition motive (e.g., Ahuja & Katila, 2001; Anand & Delios, 2002; Blonigen & Taylor, 2000). Acquisitions have commonly also been found to lead to resource redeployment both within the acquiring and acquired firm (Capron, Dussauge, & Mitchell, 1998; Capron, Mitchell, & Swaminathan, 2001).

Innovation has become an increasingly important source of value creation in many industries. The importance of innovation has been heightened by rapid tech-

nological change and growing knowledge intensity in industries. Because of these factors, innovation must come faster and there is a higher need for novel solutions, especially in high-technology industries. (Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu & Zhu, 2009). Thus, firms have turned to mergers and acquisitions as an alternative strategy for obtaining the knowledge necessary to create innovations with the speed needed and the novelty necessary to either maintain a competitive advantage or to build a new one (King et al., 2008; Makri, Hitt, & Lane, in press; Uhlenbruck, Hitt, & Semadeni, 2006). In addition, sharing activities can also enable merging companies to obtain cost reduction based on learning curve experiences, since each merging business, when acting independently, might not have a sufficient high level of cumulative volume of production to exploit learning curve economies (Capron & Hulland, 1999). While some research suggests that acquisitions may produce a reduction in innovation output over time (Hitt, Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1996), if a target with complementary capabilities is selected, acquisitions have the opportunity to develop novel knowledge and to enhance the innovative output of an acquiring firm. (Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu & Zhu, 2009).

And last but not the least, market power-based explanations suggest that mergers and acquisitions can improve a firm's market position in comparison to the competitors. Acquisitions within an industry may also help to reduce the competition to a certain extent or deter new market entrants (Trautwein, 1990). Cross-border acquisitions may reduce certain types of costs, however they still must overcome the costs associated with the liability of foreignness in the host country; this includes knowledge about the different culture, area regulations, and the pervasive business norms of the location. Acquisitions help to overcome this liability because the acquired firm should have the local knowledge needed, assuming that the acquiring firm can capture this knowledge in making the acquisition (Eden & Miller, 2004). More recently, scholars have used institutional theory to help understand how country institutions affect firms' choice of market entry and the performance outcomes of different modes of entry (Brouthers, 2002; Xu & Shenkar, 2002). Research by Zhu, Hitt, Eden, and Tihanyi (2009) found that acquiring firms are likely to create more value when the firms acquired are based in countries with lower risks. In particular, firms are better able to achieve synergy when the institutions of the host country are more similar to the institutions in the acquiring firm's home country. Clearly, however, firms based in developed countries that acquire firms in emerging market countries commonly transfer knowledge stocks to the firms in the host country. This is likely to benefit more the firm in the host country

than the acquiring firm, unless the newly acquired firm can be effectively integrated into the acquiring firm (Kostova & Zaheer, 1999). The acquiring firm is more willing to transfer these knowledge stocks because they have acquired the firm's assets and thus control the use of this knowledge, whereas the firm is less likely to do so in international joint ventures where they have lower control over how that knowledge is used and where it is applied (Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu & Zhu, 2009). Obviously, integration is a critical element and is more complex and challenging when the institutions differ greatly between the home and host countries (Chakrabarti, Jayaraman, & Mukherjee, 2009). Amir et al. (2008) said that mergers are important for market concentration, merged organizations have high profitability and efficiency than the non merged firms but it is a long term process and at the end the merged firms are in strong position. Whatever the motives for M&A might be, recent researches suggest that among all industries consolidation is inevitable and cannot be escaped (Pasha, 2010).

How Can the Financial Effect of M&A Be Assessed? A merger or an acquisition makes economic sense if the joint corporation is worth more than the two or more companies separately. In economic theory the two main categories of reasons for engaging in merger and acquisition activities, the ones creating benefits for shareholders and the ones creating benefits for managers. Shareholders want the company and its managers to act in the shareholders interest and only invest in positive projects with positive Net Present Value (NPV). If the company invests in negative NPV projects or does not invest in positive NPV projects it is not acting in the interest of the shareholders (Shields T., 2000). When the companies are more valuable together, the merger is in an economic sense a good project. But for the shareholders, it is important how the value added is allocated. Naturally, both the shareholders for the acquiring and the acquired company want to receive as much of the value as possible and also more of course. Determining whether mergers and acquisitions create shareholder value is challenging. The greater the success of the post merger integration the more difficult it becomes to measure the value added by the merger. As a result most empirical studies conducted by financial economists focus on the stock market response a few days before and after the announcement date of the merger. (Shields T., 2000).

The KPMG survey conducted in 1999 where a number of the M&As were assessed produced extremely interesting results that still can be extrapolated to the reality of 2011: 107 large cross-border M&As of the blue-chip companies were analysed. The survey was conducted among the top-level managers who were directly involved into making the managerial decisions and conducting the integra-

tion processed. The survey found that 82 % of respondents believed the major deal they had been involved in had been a success. However, this was a subjective estimation of their success in achieving the deal objectives, and less than half had carried out a formal review process. When we measured each one against the independent benchmark introduced prior to the research by the KPMG, based on comparative share performance one year after deal completion, the result was almost a mirror opposite. It was discovered that only 17 % of deals had added value to the combined company, 30 % produced no discernible difference, and as many as 53 % actually destroyed value. In other words, in accordance with the KPMG research 83 % of mergers were unsuccessful in producing any business benefit as regards shareholder value. Organizational performance has many dimensions, such as long-term performance, short-term performance, financial performance, non-financial performance, relationship-building performance. Using financial ratios analytics or potential investors may assess company's financial health, performance, and also define its investment prospects. It is important to remember that financial indicators can only measure past performance, but they cannot provide current or future performance directions for a company.

There are different views on how to divide financial ratios into main types and different names are given. Brealey and Myers (Brealey R.A., Myers S.C., Principles of corporate finance, 1996, McGraw Hill, p. 766) classification of the ratios is considered to be classics. It divides all financial ratios into four main groups:

- Leverage ratios (indicate how heavily the company is in debt);
- Liquidity ratios (measure how easily the company can have cash to cover its liabilities);
- Profitability ratios (measure how efficiently company is using its assets);
- Market value ratios (show how the company is valued by investors)

Leverage ratios «Leverage ratios» show how a company's operations are financed. Too much equity in a firm often means the management is not taking advantage of the leverage available with long-term debt. On the other hand, outside financing will become more expensive as the debt-to-equity ratio increases. Thus, the leverage of an organization has to be considered with respect both to its profitability and the volatility of the industry. Financial leverage is usually measured by the ratio of long-term debt to total long-term capital. Liquidity ratios «Liquidity measures» are based on the notion that a business cannot operate if it is unable to pay its bills. A sufficient amount of cash and other short-term assets must be available when needed. On the other hand, because most short term assets do not produce any return, a strong liquidity position will be damaging to profits.

Therefore, management must try to keep the firm's liquidity as low as possible whilst ensuring that short term obligations will be met. This means that industries with stable and predictable conditions will generally require smaller current ratios than will more volatile industries.

a. Current ratio = Current assets / Current liabilities
b. Quick (liquidity or acid test) ratio = Current assets – Inventory / Current liabilities
c. Cash ratio = Cash + short-term securities / Current liabilities

Profitability ratios
In most organizations profits are limited by the cost of production and by the marketability of the product. Therefore, «profit maximization» entails the most efficient allocation of resources by management and «profitability ratios» when compared to others in the industry will indicate how well management has performed this task.

a) The sales-to-total assets ratio = Sales / Total assets
Show how hard company's assets are used
b) Net profit margin = EBIT-Tax / Sales
Proportion of sales which goes into profit
c) Return on total assets = EBIT-Tax / average total assets
Measures performance of a company by the ratio of income to total assets

Market value ratios
These ratios are most common for quick assessment of the investment's perspectives. They are mostly popular for assessment of the shareholders value. The most common market ratios are:

a) Price to Earnings ratio (P/E) – valuation ratio of a company's current share price compared to its per-share earnings. This ratio assumes that the corporation will be worth some multiple of its future earnings. It can be calculated using the formula: P/E ratio = Average Common Stock Price / Net Income Per Share
b) Earnings per Share (EPS) can be calculated by subtracting the dividends on preferred stock from net income and dividing the result by the weighted average of the combination of all outstanding shares and common stock equivalents. This ratio is calculated: EPS = (Net Income – Dividends on Preferred Stock) / Average Outstanding Shares.

To evaluate the performance of a company with respect to these ratios, three methods are used, namely industry comparisons, time series analysis and absolute standards.

a) Industry comparisons
Data are used, such as that provided by commercial firms like Dun and Bradstreet and Profit Impact of Marketing Strategies (PIMS), are used for comparing the company with others of about the same size, that serve the same market and have similar products. The danger is that when industry averages include companies with different products or markets, averages can be misleading.

b) Time series analysis
Ratios for several periods are used to determine whether significant changes have occurred. These time series can also be used to project the future financial performance of the company.

a) Absolute standards
Most organizations have some minimum requirements for corporate performance regulations of the particular industry, e.g. the long-term debt-to-equity ratio should not exceed one. A thorough financial analysis usually is a condition of these three approaches.

REFERENCES

1. *Brealey R.A., Myers S.C.* Principles of corporate finance, 1996. McGraw Hill.
2. *Capron L., Hurland J.* (1999). Redeployment of Brands. Sales forces and general marketing management expertise following horizontal acquisitions, *Journal of Marketing*, 63.
3. *Lorraine Eden, Stewart R Miller* (2004), Distance matters: liability of foreignness, institutional distance and ownership strategy, Emerald Group Publishing Limited.
4. *Fowler K.L., Schmidt D.R.* (1998). Tender offers, acquisitions and subsequent performance in manufacturing firms, *Academy of Management Journal*, December 1998.
5. *Hitt M., et al.*, (2009) Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value, *Business Horizons*, Vol. 52, No. 6.
6. *Kostova T., Zaheer S.*, (1999). Organisational legitimacy under conditions of complexity the case of the multinational enterprise. *Academy of Management Review* 24 (1).
7. *Papadakis V.*, (2007). Growth through mergers and acquisitions: how it won't be a loser's game *Leadership and Organization Development Journal* VOL. 8 NO. 1.
8. *Pasha A. T.*, (2010). Effects of Merger on Management: Case Study of a Bank, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 19.
9. *Xu D., Shenkar O.*, (2002). Institutional distance and the multinational enterprise, *Academy of Management Review*, 27.

Кесарева С.В., студентка, 5 курс

Павлова И.П., д.э.н., профессор – научный руководитель

ПРИВАТИЗАЦИЯ: КОНЦЕПЦИИ, РЕАЛИЗАЦИЯ, ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Программе приватизации в России 11 июня 2012 г. исполнилось двадцать лет. Именно 20 лет назад была утверждена программа продажи государственного имущества, в результате которой частный сектор должен был занять ведущее место в экономике.

Во все времена вопросы такого явления, как приватизация, разносторонне изучались как отечественными, так и западными учеными, например С. Глазьевым, Г. Клейнером, В. Куликовым, большой вклад внесли работы нобелевского лауреата Дж. Стиглица.

Результаты процесса приватизации в России до сих пор подвергаются критике со стороны общественности и экспертного сообщества. С приватизацией связывают появление в России олигархов, сильный экономический спад, обвал промышленности и гиперинфляцию в 90-х годах. В то же время сейчас наша страна стоит на пороге дальнейшей приватизации предприятий

и управления госсобственностью в 2012–2015 гг. – по плану Президента РФ и программы «Стратегия 2020».

В экономической литературе существует ряд определений приватизации, я приведу следующее: приватизация – это процесс приобретения физическими или юридическими лицами права собственности на объекты, принадлежащие государству, осуществляемый путем безвозмездной передачи либо продажи государственной собственности [1]. Наиболее короткое определение приватизации формулируется как переход государственного имущества в частный сектор экономики.

Несмотря на огромное разнообразие определений приватизации, сам процесс трактуется в одном направлении: приватизация – это особые экономические отношения, которые возникают при трансформации собственности государства в частную на платной и бесплатной основах. Также приватизацию как процесс стоит рассматривать как одно из главных преобразований при переходе к рыночной экономике.

Большая часть доводов относительно приватизации на бесплатной основе основана на том, что при тотальной государственной собственности, функционирующей под псевдонимом «общенародной», каждый гражданин, являясь частицей общества, одновременно являлся и совладельцем собственности (его труд вложен в создание «общенародной» собственности): т. е. проблема состоит в том, чтобы превратить его из формального (практически без прав распоряжения и использования собственности и дохода, приносимого ей) в настоящего собственника, передав ему часть имущества государства. Таким образом, должна возникнуть мотивация к более производительному труду, экономии на затратах, а также к более рациональному использованию ресурсов, которые всегда ограничены. В этом случае (и это показывает мировая практика) приватизация реализуется посредством системы наделения всех граждан особой формой ценной бумаги – приватизационными чеками – ваучерами.

В другом случае, когда приватизация проходит на платной основе, собственность государства должна быть продана в соответствии с различными схемами. Основой этого, исходя из практики развитых зарубежных стран, а также стран с переходной экономикой, являются продажи на аукционах за реальные деньги. При этом могут варьироваться лишь формы аукциона и условия допуска к нему. Сторонники данной формы приватизации не без оснований указывают, что только при использовании данного метода в результате появится собственник, который будет работать эффективно (то, что дается

бесплатно, не ценится). Кроме того, при использовании методов платной приватизации доходная часть бюджета значительно увеличивается.

Приватизация, с одной стороны, стала элементом экономической реформы, основным способом фундаментальных преобразований в экономике, а с другой стороны, – механизмом долговременного регулирования государства. В качестве основных целей приватизации в переходной экономике можно выделить:

- экономическую (улучшение функционирования народного хозяйства, а также повышение его эффективности);
- фискальную (доходы государства увеличиваются в результате продажи государственного имущества в частный сектор);
- социальную (поддержание социальной стабильности);
- перераспределительную (перераспределение власти) [2].

По результатам проведенных приватизаций в странах с экономикой переходного периода, а также экономикой рыночного типа, можно выделить принципы, которые лежат в основе приватизационных процессов:

- приватизация не должна являться основной деятельностью, госсектор также очень важен в дополнение к частному;
- перед приватизацией должны обязательно проходить процессы реструктуризации и демонополизации;
- изменять структуру собственности нужно обязательно постепенно;
- приток новых инвестиций, более эффективное управление, а также сохранение социального уровня должны быть обязательны при проведении приватизации;
- процесс приватизации должен проходить с обязательным учетом национальной безопасности;
- очень важна прозрачность и обоснованность действий при проведении приватизации.

Все указанные принципы способствуют переходу имущества из государственного сектора в сектор частной собственности, но настоящая сущность приватизации – это продажа предприятий. В случае если предприятие переводится в акционерное общество, достаточно большая часть акций все равно остается в распоряжении государства, то есть такой процесс можно назвать приватизацией лишь формально.

Отношение к приватизации в отдельных странах зависит от общей модели экономики. Так, традиционно сильная роль государства характерна для

Франции. А социальная поддержка населения в Швеции давно уже стала носить хрестоматийный характер.

В качестве примера успешной приватизации хотелось бы рассмотреть Великобританию, приватизация там носила характер партнерства государственного и частного секторов. В 1992 г. правительство под управлением Дж. Мейджора представило новую программу по управлению государственной собственностью, которая получила название «Инициатива частного финансирования» (private finance initiative – PFI). Сущность этой программы состояла в том, чтобы в рамках заключения партнерских договоров передавать функции денежного финансирования реконструкции, управления, а также строительства объектов государства в сфере производства и социального обеспечения частному сектору бизнеса. За период с 1991 по 2001 гг. правительство страны заключило более 400 партнерских соглашений в рамках своей программы PFI на сумму в целом более 20 млрд фунтов стерлингов. Также частному сектору в рамках таких соглашений были переданы такие отрасли экономики, как транспорт, информационные технологии и НИОКР, а также сферы здравоохранения, образования и защиты окружающей среды. По оценке ОЭСР (Организации экономического сотрудничества и развития), партнерские формы отношений государства и частного бизнеса в сфере управления государственной собственностью позволяют Великобритании экономить 15–20 % госрасходов.

Что касается России, ситуация в нашей стране, непосредственно предшествовавшая началу приватизации и явившаяся причиной необходимости реформирования системы управления экономикой, характеризовалась такими факторами, как: невозможность дальше осуществлять эффективное управление экономикой страны только с помощью директивного управления; снижение год от года показателей экономического развития страны, усугубившийся политический кризис и др. Исходя из этого, на приватизацию возлагались большие надежды, что, соответственно, нашло отражение в провозглашенных целях приватизации: это и формирование слоя частных собственников, содействующих созданию социально-ориентированной рыночной экономики, и повышение эффективности деятельности предприятий, и обеспечение конкурентной среды, и демонополизация народного хозяйства, и привлечение иностранных инвестиций, и т. п.

Сегодня большинство российских экономистов выделяют следующие основные этапы приватизации в РФ, которые характеризовали первую волну приватизации: подготовительный этап (1986–1991 гг.); 1-й этап – акциониро-

вание и ваучерная приватизация (1992–1994 гг.); 2-й этап – постчековая (денежная) приватизация (1995–1996 гг.); 3-й – с 1996 примерно по 2003 год [3].

На рис. 1, 2 приведены данные по доходам консолидированного бюджета от процесса приватизации. По ним легко рассмотреть приватизацию в России по периодам.

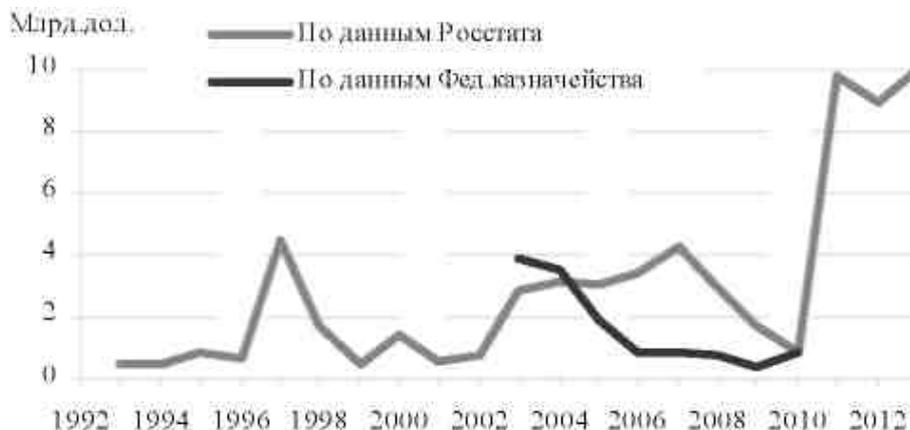


Рис. 2. Доходы консолидированного бюджета от приватизации в 1993–2013 гг.

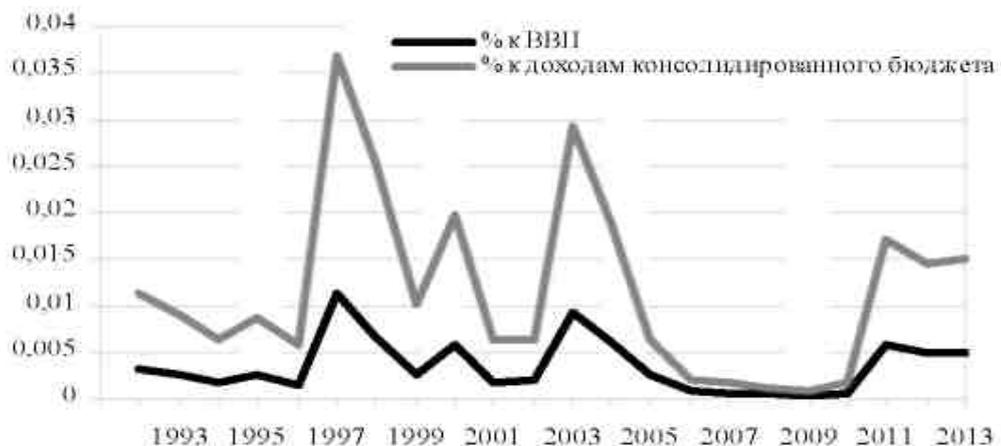


Рис. 3. Доля доходов от приватизации в ВВП и консолидированном бюджете в 1993–2013 гг., %

На протяжении всего периода экономической трансформации характер приватизации в России был предметом самых острых споров [6]. При анализе двух первых этапов можно выделить некоторые присущие ей негативные черты, например, способы приватизации не подбирались индивидуально для предприятий разных отраслей промышленности, игнорировались особенности предприятий разных регионов страны, в основном бесплатная или за символическую плату передача собственности с помощью приватизацион-

ных чеков на предъявителя; административное установление высоких «заданий» по срокам и объемам приватизации [3].

Теперь хотелось бы рассмотреть влияние приватизации непосредственно на деятельность приватизированных предприятий. Изначально непосредственно перед проведением в нашей стране приватизации предполагалось, что она окажет положительное влияние на деятельность предприятий. Технология приватизации оправдывалась ее инвариантностью (этой позиции придерживалось российское Правительство): не важно, как приватизировать, лишь бы приватизировать, потому что частный собственник, даже если он получит предприятие бесплатно, будет работать эффективнее, чем государство [4]. Действительность показала спорность подобного утверждения – это получило отражение в работах некоторых отечественных экономистов.

В частности, можно привести оценку приватизации, данную Г. Клейнером [7]. Он отводит приватизации особую роль, считая ее одним из ключевых моментов в эволюции хозяйственного механизма СССР и России. Исследуя эволюцию хозяйственного механизма СССР и России во временном интервале с 1940 г. по 1995 г., Клейнер выделяет 7 этапов, главное отличие которых – в основных экономических агентах, начиная от государства и до физических лиц. Приватизация при этом является ключевым событием двух последних этапов: этапа 1992–1993 гг. и этапа 1993–1995 гг. В результате первой приватизации на этапе 1992–1993 гг. (Клейнер называет его «экономика малых предприятий») основными экономическими агентами стали предприятия, выделившиеся из крупных. Следующая за первой чековая приватизация (а также послечековая) на этапе 1993–1995 гг. привела, по мнению Клейнера, к утрате российскими предприятиями роли основного звена экономики: на смену им пришли новые экономические агенты – руководители предприятий, их подразделений, т. е. физические лица, имеющие право принимать решения от имени соответствующих хозяйствующих субъектов («наноэкономические» агенты). В связи с этим данный этап был охарактеризован Клейнером как «экономика физических лиц». При этом Клейнер отмечает, что интересы руководителей в значительной мере вступили в конфликт с интересами руководимых ими предприятий, и «экономика физических лиц» неэффективна как экономическая система.

В целом общепризнанным считается факт, что приватизация не оправдала тех надежд, которые на нее возлагались. Негативное влияние проведенной приватизации на деятельность предприятий подчеркивал и известный экономист С.Ю. Глазьев [4]. Следствием приватизации он считал банкротство многих промышленных предприятий.

Однако существует и иная оценка приватизации. Имеется ряд исследований, позволяющих судить о положительных сторонах приватизации. Одно из таких исследований было проведено сотрудниками Института экономики РАН в отношении приватизированных предприятий Свердловской области. Задачей исследования ставилась проверка гипотез (выдвигаемых ранее западными экономистами), связанных с приватизацией:

1. Приватизация оказывает положительное влияние на способность предприятия к увеличению объемов реализации продукции.
2. Приватизация ведет к росту прибыли.
3. Приватизация ведет к повышению текущей экономичности.
4. Приватизация не приводит к сокращению занятости.
5. Приватизация оказывает положительное влияние на уровень заработной платы работников [2].

Результаты исследования показали имевшие места улучшения в деятельности обследуемых предприятий, вызванные приватизацией, но не всех показателей. Выдвинутые ранее гипотезы также подтвердились частично. Не подтвердились и догадки о том, что существует положительное влияние от приватизации на увеличение объемов реализации продукции. Процесс приватизации в целом не влияет ни на занятость, ни на прибыльность предприятия, ни на уровень оплаты труда. Также из негативных черт можно выделить плохое воздействие приватизации при большом государственном участии в акциях предприятий – от 10 до 50 %. При этом приватизация положительно влияет на затраты на рубль реализации, эти затраты снижаются. Подтвердились гипотезы о том, что в результате приватизации экономическая эффективность предприятий улучшается, хотя эти улучшения сильно сдвигаются во времени, а также они не являются особо значительными. В результате исследований, авторами был сделан вывод о полезности приватизации как дальнейшего курса действий правительства, так как, несмотря на ее негативные черты, она все же незначительно улучшает экономические показатели предприятий.

Но, несмотря на незначительные улучшения, все-таки приватизация стала губительной для многих предприятий. Проблема видится в методах ее осуществления. В России приватизация осуществлялась с серьезнейшими нарушениями предусмотренных законодательством процедур. Вспомнить хотя бы залоговые аукционы 1995 года, в результате которых в собственность ряда коммерческих банков перешли государственные пакеты акций нескольких крупных компаний (таких, как «ЮКОС», «Норильский никель», «Сиб-

нефть»). При этом счетная палата РФ отмечала, что в результате проведения залоговых аукционов отчуждение федеральной собственности было произведено по значительно заниженным ценам, а конкурс фактически носил «притворный» характер. Это делает приватизацию, как и новых собственников, нелегитимными, во всяком случае, не вполне легитимными: законность приватизации чуть ли не любого крупного объекта могла быть оспорена. Данное обстоятельство и предопределило характер управления собственностью. У собственников возникает краткосрочная мотивация на извлечение максимальной прибыли лично для себя, а не для предприятия, так как даже те, кто считает, что они вполне легально приобрели предприятия в ходе приватизации, все равно подозревают, что кто-то поставит под сомнение легитимность прав собственности. Отсюда все негативные последствия – и колоссальный отток капитала из страны, и краткосрочный горизонт принятия решений и т. п., и в конечном итоге – доведение до банкротства огромного количества российских предприятий. Таким образом, криминальная приватизация явилась одной из главных причин упадка целых отраслей российской промышленности.

Все отечественные предприятия работали в эти годы в кризисной экономике, с огромной инфляцией, резким падением платежеспособного спроса, неплатежами, налоговым прессом, недостатком оборотных средств. Поэтому вычленить влияние именно приватизации на деятельность предприятия весьма сложно. Проведенный ранее анализ осуществления первого и второго этапов приватизации показал, что главным были быстрые темпы ее осуществления, а интересы предприятия практически полностью игнорировались; переход госсобственности в частные руки не был непосредственно связан с улучшением экономического состояния предприятий.

Совершенно очевидно, что в такой ситуации вместо фискальной нужна реструктуризационная приватизация с целью оздоровления предприятий, а также вывода их на новый уровень, уменьшения их кредитов и оживления производства. Это предполагает создание совершенно других методов приватизации, а также требует изменений в законодательстве о приватизации. В качестве более действенных можно рассмотреть следующие методы приватизации:

1. Приватизация по схеме инвестиционно-земельного типа, которая включает добавление в уставный капитал новых акционерных обществ земельных участков, которые были заняты старыми приватизируемыми предприятиями. При этом будут создаваться новые объекты недвижимости. Кро-

ме того, около 50 % средств, вырученных от продажи акций предприятия, должны быть использованы для инвестирования в предприятие. Такая схема позволяет решить несколько проблем: таким образом, государство вновь «открывает» собственность на такие участки земли; также предприятия получают дополнительные ресурсы инвестиций, а инвесторы и общество получают новые высоколиквидные акции.

2. Выкуп госсобственности с условием рассрочки, а также включающий предпродажную подготовку выкупаемого предприятия. Такой метод предполагается применять для предприятий, которые требуют сильного оздоровления и совершенствования технологической базы. Этот метод является достаточно сложным и предполагает выполнение ряда специальных пунктов:

- Для начала – это осуществление капитализации и конвертации задолженности кредиторам, цель которых – предоставить предприятию шанс вступить в новую эру функционирования без долгов. Такой механизм основывается на конвертации одной части задолженности в доли государства в АО, а другой – путем перезачета на суммы задолженности дебитора.

- После ликвидации долгов следует добавление в экономику предприятия процесса приватизации. При этом огромную важность имеют конкурсы проектов предпринимателей, которые должны быть рассмотрены с применением независимой экспертизы и проведены специальными органами управления госимуществом. Главным пунктом при выборе победителя должно являться качество проектов использования предприятия, а также реальность выполнения данного проекта. Проект должен обязательно предполагать наличие плана реорганизации предприятия, оздоровление бизнеса, техническое усовершенствование и т. д. При этом победитель конкурса получает возможность заключить контракт по назначению его на пост главы ОАО, в котором все акции находятся в руках государства. Но все 100 % акций на период выполнения проекта передаются в управление новому главе предприятия, в то же время оставаясь под контролем государства. В этом как раз состоит контроль государства за реализацией проекта без вмешательства в деятельность нового собственника. Тем самым такой метод помогает на первый план вывести не формальное изменение типа собственности, а реальное оздоровление и помощь предприятию.

3. Метод приватизации имущества предприятия при процедуре банкротства. Она позволяет сохранить часть бизнеса предприятия, которое является должником, когда уже не применимы остальные меры оздоровления. В таком случае активы предприятия замещаются по следующей схеме:

Предприятию-должнику необходимо создать ОАО (или более одного ОАО) на базе имеющегося имущества, в которое также входит наличие имущественных прав и которые входят в состав организации и предназначены для его деятельности. При внесении активов предприятия унитарного типа в уставный капитал нового ОАО это ОАО получает право на собственность такого имущества (п. 3 ст. 213 ГК РФ). После этого акции нового акционерного общества реализуются среди граждан и юридических лиц, которые являются стратегическими инвесторами. В результате после таких процедур бизнес должника переходит в созданные ОАО, а полученные от реализации акций денежные средства используются для погашения долгов предприятия, которое прекращает существовать.

Резюмируя вышеизложенное, следует отметить, что какие бы методы приватизации не использовались, действительно эффективной она может быть только при реализации соответствующих постприватизационных мер. Об этом высказывались и некоторые отечественные экономисты. Так, В. Куликов предлагал сформировать механизм контроля за соблюдением условий приватизации в постприватизационный период [5]. Также, чтобы не нарушать саму суть приватизации, государственное участие целесообразно ограничивать сферой контроля за соблюдением условий приватизации и формирования надлежащей законодательной базы функционирования акционерных обществ.

В целом в современном мире к приватизации стали относиться менее однозначно, теперь во мнениях преобладают следующие черты:

- осознание того факта, что эффект от процесса приватизации является долгосрочным, а быстрота того, как он будет достигнут, зависит от всех социальных, политических, а также экономических реформ. Это является фактором среды институционального типа;
- особое внимание уделяется не тому, насколько вмешательство государства в экономику предприятий противопоставляется отсутствию такого вмешательства, а тому, какие именно взгляды государство будет поддерживать в дальнейшем. Также уделяется внимание социальной составляющей при проведении процессов приватизации;
- рассмотрение регулирующей роли государства в процессе глобализации, а также в условиях быстрых и неопределенных изменений в экономике всего мира в целом;
- существенная необходимость оптимизации того, как соотносятся функции и потенциал вмешательства государства в зависимости от мощи и возможностей государства в целом;

– понимание того, что приватизация – это не панацея, а просто важный инструмент при управлении собственностью государства. Процесс приватизации сам по себе не приводит к улучшению жизнеспособности организаций, так как эффективность экономики зависит от конкурентной ситуации на рынке, а не от формы собственности фирмы.

В результате финансово-экономического кризиса снова встал вопрос о границах госсектора в экономике страны и управления им. К тому же снова началось обсуждение создания новой «большой приватизации». Именно по итогам кризиса 2008 года определены следующие моменты новой стратегии:

1. Изучение уроков кризиса тех лет, а также усиление политики государственного контроля (или использование не опубликованной официально модели государственного капитализма, которая формировалась в 2000 гг.).

2. Политика процессов разгосударствления, предполагающая нахождение баланса между государственным влиянием, которое предполагает жесткое вмешательство и контроль, и полным выбытием государства из сферы контроля в некоторых секторах экономики.

Выбор по поводу будущего уже сделан: политика разгосударствления должна стать одним из самых значимых компонентов обновленной «Стратегии 2020», по мнению Правительства РФ. Об этом свидетельствует намеченная программа приватизации на 2011–2015 гг., а также другие стратегические решения в отношении госсектора.

В 2010 году был внесен комплекс изменений в закон о приватизации (среднесрочное планирование, возможность принятия индивидуальных решений на уровне Правительства Российской Федерации по отдельным предприятиям, передача функций продавца юридическим лицам, продажи в электронной форме, развитие схемы «голландского» аукциона, снижение залога для участия в качестве покупателя, расширение требований к прозрачности процедур приватизации). Был сокращен более чем в два раза перечень стратегических предприятий, определены ориентировочные сроки и индивидуальные схемы приватизации десяти крупнейших компаний и банков, существенно активизировался процесс подготовки и осуществления приватизации.

Также для успешного осуществления проектов в будущем очень важно ставить правильные цели и планомерно к ним идти. В послании Президента Российской Федерации Федеральному Собранию 30 ноября 2010 года главной целью приватизации было определено повышение эффективности компаний и привлечение в российскую экономику дополнительных инвестиций. На 2012–2014 год Президент Российской Федерации поставил цель существенного снижения роли государства в непосредственном управлении эконо-

мическими активами через приватизацию крупных пакетов акций в ключевых контролируемых государством компаниях [8].

В 2011 году Правительство РФ опубликовало окончательный вариант Концепции долгосрочного социально-экономического развития РФ до 2020 года (КДР), подготовленной по заказу российского правительства в 2011 году или сокращенно «Стратегии 2020», которая содержит в себе изменения в сфере приватизации. Программа разделена на два этапа [9]:

- *этап 1*: 2012–2015 гг.: реализация текущих планов, минимальные риски и минимум комплексных решений, «чистка» неликвидов, подготовка «площадки» для второго этапа, который предполагает радикальное сокращение прямого участия государства в экономике. В 2012–2013 годах планируется значительно увеличить темпы приватизации в целях последовательного сокращения государственного сектора экономики и активно проводить приватизацию федерального имущества, в том числе за счет крупных инвестиционно привлекательных компаний. Предполагается, что это позволит привлечь инвестиции и создать справедливую конкуренцию, активизировать инвестиционную, предпринимательскую и инновационную деятельность;

- *этап 2*: 2016–2020 гг.: радикальное сокращение прямого участия государства в экономике, повышенные многоплановые риски.

К тому же хотелось бы отметить, что на фоне дискуссии о легитимности приватизации 90-х годов члены правительства РФ и эксперты призывают осторожно подходить к реализации текущих планов по приватизации. Политика в сфере приватизации и управления госсобственностью в 2012–2015 годах должна предусматривать минимум радикальных решений и подготовку к существенному сокращению участия государства в экономике, запланированному на 2016–2020 годы. Этот факт также отмечает Правительство РФ.

В результате хорошо продуманная политика приватизации, основанная на оздоровлении предприятий и улучшений их деятельности, а также обязательный контроль за соблюдением законодательства и реализацией всех обязательств собственника будут способствовать превращению приватизации в действительно мощный инструмент институциональной политики, в результате которого эффективность производства и повышения конкурентоспособности продукции будут действительно достигнуты.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Золотогоров В.Г.* Экономика: Энциклопедический словарь. – 2-е изд. стереотип. – М.: Книжный дом, 2004.

2. Балацкий Е., Коньшев В. Новые инструменты в технологии принятия решений о приватизации. – Проблемы теории и практики управления. – 2004. – № 1.
3. Ахмадеева М.М., Витчукова Е.А. Управление государственными унитарными предприятиями: научное издание. – Йошкар-Ола: МаарГТУ, 2004. – 224 с.
4. Глазьев С.Ю. Выступление на II форуме «Социальная ответственность и приватизация».
5. Куликов В. Российская приватизация в шестилетней ретроспективе // Российский экономический журнал. – 1998. – № 1. – С. 10–19.
6. Распоряжение Правительства РФ от 15 августа 2003 г. № 1165-р «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества до 2006 г.».
7. Клейнер Г. Современная экономика России как «экономика физических» лиц // Вопросы экономики. – 1996. – № 4. – С. 81–95.
8. Бюджетное послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию от 29 июня 2011 года «О бюджетной политике в 2012–2014 годах». [Электронный ресурс] <<http://www.rg.ru/2011/06/29/poslanie-sten.html>>
9. Официальный сайт экспертных групп по обновлению «Стратегии–2020». [Электронный ресурс] <<http://strategy2020.rian.ru/>>

Махненко Н.О., студент, 5 курс

Павлова И.П., д.э.н., профессор – научный руководитель

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В ПОСТСОВЕТСКИЙ ПЕРИОД И ПРОБЛЕМЫ ЕГО ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ

Непременным условием эффективного функционирования и развития различных отраслей в сфере экономики любого государства являются постоянные инвестиции свободного капитала в производство и финансовую деятельность. Важным источником финансирования экономики служит мобилизация инвестиционных ресурсов временно свободных денежных средств, имеющих в распоряжении государства, юридических и физических лиц. В странах с эффективно функционирующей экономикой этот процесс осуществляется на фондовых рынках.

Фондовый рынок, или рынок ценных бумаг, позволяет концентрировать, рационально распределять и перераспределять свободный капитал между различными секторами экономики с помощью рыночных механизмов, обеспечивая оптимальную для общества структуру использования имеющихся ресурсов. Одна из основных особенностей и выгод фондового рынка состоит в том, что на нем заемщики могут получать средства из большого раз-

нообразия источников, образованного вследствие объединения ресурсов различных инвесторов, а инвесторам предоставляется возможность приобрести фондовые ценности через покупку соответствующих им ценных бумаг у широкого круга заемщиков. В масштабах всей экономики страны данное обстоятельство способствует оптимизации процесса превращения сбережений в инвестиции и перемещения капиталов в самые эффективные отрасли, обеспечивающие их наибольшую отдачу. В конечном счете от состояния и темпов развития фондового рынка зависит рост национальной экономики в целом, поэтому создание конкурентоспособного на мировой арене государства с мощной экономикой невозможно без создания развитого фондового рынка и обеспечения его постоянного совершенствования.

Отсюда следует, что анализ состояния и динамики основных показателей фондового рынка с целью выявления проблем в его развитии для определения оптимальных путей решения этих проблем следует считать весьма актуальной задачей. Применительно к развивающемуся фондовому рынку постсоветской России в связи с реформированием ее экономики актуальность этой задачи весьма возрастает.

Проблемам рынка ценных бумаг посвящены исследования многих авторов (Абалкина Л.И., Басова А.И., Берзона Н.И., Буренина А.Н., Галанова В.А., Жукова Е.Ф., Миркина Я.М., Фельдмана А.А. и др.). Однако проблематика фондового рынка настолько широка и многопланова, что целый ряд ее аспектов сегодня еще нуждается в детализации, уточнении и дальнейшей разработке.

Важнейшим сегментом фондового рынка является рынок акций, который адекватно отражает состояние рынка ценных бумаг в целом и его сопряжение с экономикой. С учетом данного обстоятельства представляется целесообразным в настоящей работе исследовать динамику показателей российского рынка акций в постсоветский период как своего рода индикатора состояния всего рынка ценных бумаг.

Исходя из того, что на фондовом рынке осуществляется торговля ценными бумагами, термин «фондовый рынок» обычно выступает в качестве синонима по отношению к официальному термину «рынок ценных бумаг». В настоящей работе под фондовым рынком также понимается рынок ценных бумаг.

Одним из видов ценных бумаг как основных источников привлечения финансовых ресурсов для открытых и закрытых акционерных обществ являются акции. Акционерные общества могут прибегать к эмиссии (выпуску)

этих ценных бумаг при учреждении общества, при слиянии (поглощении) двух или нескольких акционерных компаний, а также для мобилизации денежных средств и увеличения существующего уставного капитала¹. Покупатель, который приобретает акции с целью получения дохода (инвестор), получает права акционера компании, выпустившей акции, в том числе право на получение части прибыли компании-эмитента в виде дивидендного дохода и на участие в управлении ее деятельностью. В случае ликвидации компании-эмитента держатель акций имеет также право претендовать на часть активов, находящихся в собственности компании, но только в размере вложенной в его акции суммы. При покупке акций инвестор приобретает наряду с правами и ответственность по обязательствам эмитента, но также только в размере вложенной в его акции суммы.

Фондовый рынок, на котором обращаются ценные бумаги многочисленных эмитентов, очень чутко реагирует на любые изменения, которые происходят как внутри каждой компании, так и в экономике страны в целом. Это отражается в динамике цен на акции и другие ценные бумаги. Состояние фондового рынка в известной степени является «зеркалом» состояния экономики, поэтому по его динамике можно оценить состояние и тенденции развития не только компаний, чьи акции котируются на бирже, но и целых отраслей экономики.

Для оценки ситуации на рынке ценных бумаг и анализа динамики курсовой стоимости акций по рынку в целом и его сегментам фондовыми биржами рассчитываются различные фондовые индексы или биржевые индексы. В настоящее время основными индексами российского фондового рынка являются индексы семейств ММВБ (ЗАО «Фондовая биржа ММВБ») и РТС (Российской торговой системы).

Индекс ММВБ рассчитывается с 27 сентября 1997 года и представляет собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (free-float) композитный индекс российского фондового рынка, включающий 30 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленных в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ». Индекс ММВБ считается наиболее представительным на российском фондовом рынке потому, что наибольший объем сделок с акциями (примерно 90 % биржевого оборота) совершается на фондовой бирже ММВБ. В связи с этим

¹ Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2006. – С. 84.

большинством специалистов динамика индекса ММВБ используется для оценки состояния и тенденций развития всего российского фондового рынка.

Индекс РТС рассчитывается с 1 сентября 1995 года и представляет собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (free-float) индекс широкого рынка акций России с базой, включающей 50 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов. Расчет индекса производится в режиме реального времени в долларах США как отношение суммарной рыночной капитализации акций компаний, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации на базовую дату, в качестве которой принято 1 сентября 1995 года. Полученная величина умножается на базовое значение индекса, которое равно 100.

Ведущие позиции на биржах ММВБ и РТС занимают и, соответственно, обязательно входят в базы расчета их индексов «голубые фишки» (от англ. Blue chips). Как известно, термин «голубая фишка» пришел на фондовый рынок из казино – фишки этого цвета обладают наибольшей стоимостью в игре. На фондовом рынке – это акции или другие ценные бумаги наиболее крупных и надежных компаний со стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов. Преимуществом «голубых фишек» является их высокая ликвидность. «Голубые фишки» считаются индикаторами всего рынка. В настоящее время к «голубым фишкам» относят такие российские компании, как Газпром, Сбербанк, Роснефть, Сургутнефтегаз, Лукойл, ГМК Норильский никель, ВТБ и др.

Фондовый рынок, существовавший в России несколько столетий, прекратил свое существование при советской власти вместе с рыночными отношениями в экономике. Предпосылки к его возрождению были созданы в период 1990–1992 гг. Начало формированию базы рынка ценных бумаг было положено после принятия высшим руководством страны ряда важных документов². Уже в 1991 и 1992 гг. прошли первые эмиссии акций ряда новых коммерческих банков, акционерных обществ, открылось множество бирж, где этими акциями стали торговать³. В 1992 году государством были выпу-

² Постановление Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 9601 «Об утверждении Положения об акционерных обществах», постановление Совета Министров РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», указ Президента России от 1 июля 1992 г. № 721 «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества»).

³ Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2006. – С. 114.

щены и выдавались всем гражданам России бесплатно приватизационные чеки («ваучеры»), которые можно было обменять на акции приватизируемых предприятий, вложить в чековые инвестиционные фонды или продать на биржевых и внебиржевых рынках. С началом приватизации и повальной «ваучеризации» граждан стали появляться многочисленные финансовые структуры, которые были нацелены на обслуживание граждан, имевших уже определенные денежные накопления и желавшие их существенно пополнить в сжатые сроки и без особых затрат. Как правило, механизм действия этих структур был основан на принципе типичной финансовой пирамиды: отобрать у населения огромные денежные средства под высокие проценты, небольшую часть этих средств вернуть вкладчикам, а через некоторое время отказаться от выполнения своих финансовых обязательств и исчезнуть (как правило, бесследно) вместе с колоссальными суммами денег. В результате десятки миллионов российских граждан оказались обманутыми и лишились надежды вернуть свои деньги. Преступная деятельность финансовых пирамид не только причинила им экономический ущерб, но и вызвала у населения широко распространенное до сих пор недоверие вообще к инвестиционной деятельности.

В течение ряда лет в структуре ценных бумаг преобладали государственные краткосрочные облигации (ГКО) номиналом в миллион рублей, высокой ликвидностью и со сроками обращения в 3, 6, 12 месяцев. Выпуская ГКО, правительство в лице Минфина РФ имело целью привлечь денежные средства и пустить их в оборот для получения прибыли, которая должна была идти прежде всего на развитие производства, однако, к сожалению, в итоге образовалась еще одна финансовая пирамида, но уже государственная. Доход по ГКО составлял 30–50 %, а порой достигал немислимых 250 %, поэтому в игру на рынке ГКО втянулись не только крупные инвесторы из числа ведущих банков, страховых и пенсионных фондов, но и отдельные предприятия. Их руководители вновь и вновь направляли все средства в виде прибыли на рынок ценных бумаг для получения новой прибыли, но отнюдь не на поддержание и развитие своего производства. Таким образом, рынок ценных бумаг перестал выполнять свое главное предназначение – способствовать росту объемов производства в реальном секторе экономики. Нарастал серьезный финансово-экономический кризис, достигший вершины 17 августа 1998 года, когда правительство России приняло решение объявить технический дефолт: заморозить текущие выплаты по ГКО и реструктурировать все ГКО со сроками погашения до

31 декабря 1999 года в новые ценные бумаги, выплаты по которым перенести в XXI век⁴. Российский рынок ценных бумаг впал в состояние тяжелого кризиса. Его медленное восстановление, начавшееся с середины 2000 года, весьма быстро сменилось интенсивным последовательным ростом, вплоть до 2007 года.

Капитализация российского рынка акций возросла с 41 млрд дол. в 2000 году до 1,503 трлн дол. в 2007 году, то есть более чем в 36 раз. Объем торгов акциями на российских биржах (ММВБ, РТС и Фондовой бирже «Санкт-Петербург») увеличился с 22 млрд дол. в 2000 году до 1,206 трлн дол. в 2007 году, почти в 55 раз. В 2007 г. показатель волатильности акций снизился почти в 3 раза: с 75,50 % в 2000 г. до 27,40 % (за 100 % принят уровень 1998 г.) (рис. 1).

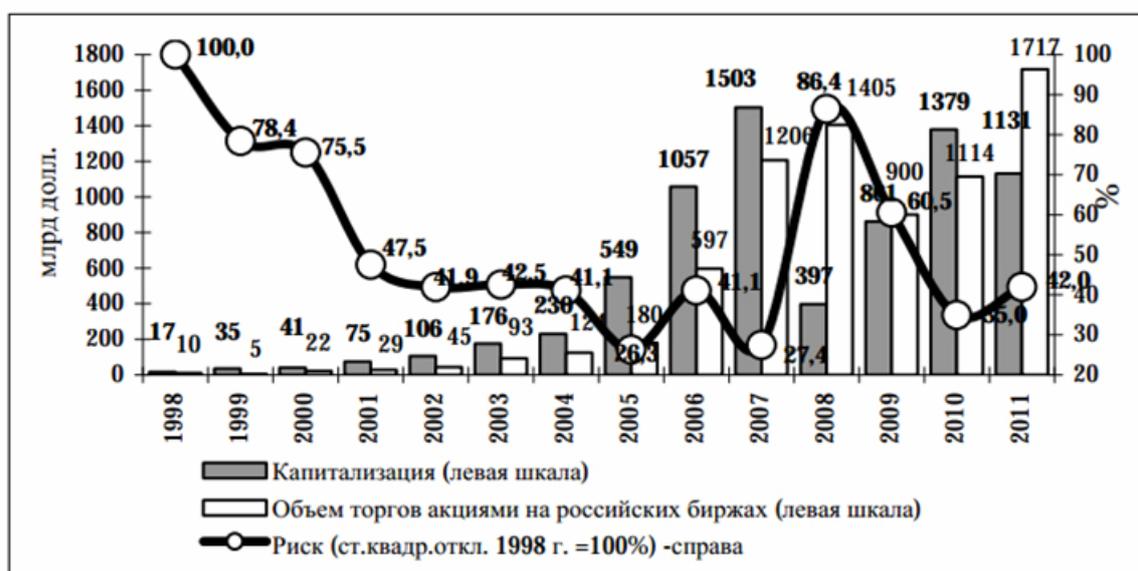


Рис.1. Динамика показателей российского рынка акций (1998–2011).⁵

Только за 2007 год российский фондовый индекс ММВБ вырос на 317 пунктов (20 %) – с 1572 до 1889 пунктов, а исторического максимума (1969,91 пункта) он достиг 12 декабря.

Однако благоприятная ситуация на фондовом рынке, так же как и в экономике России, изменилась в 2008 году на противоположную. На фоне мирового финансового кризиса, снижения мировых рынков, сильной волатильности и последующего беспрецедентного падения цен на нефть россий-

⁴ Кризис ГКО: как это было. [Электронный ресурс] <<http://rosinvest.com/page/krizis-gko-kak-eto-bylo>>

⁵ Российская экономика в 2011 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 33). – М.: Институт Гайдара, 2012. – 612 с.

ский рынок акций испытал самое значительное в абсолютном выражении падение за всю историю своего существования.

Абсолютное значение индекса РТС в 2008 году снизилось с максимума 2478,9 пункта (на 19 мая) до 631,9 пункта на конец года (рис. 2), а суммарная капитализация всех российских компаний сократилась более чем в 4 раза.



Рис. 2. Динамика индекса РТС в течение 2008 года ⁶

На рис. 2 показаны последовательность и временные интервалы изменения индекса РТС в 2008 году. Перелом в направлении движения индекса РТС в июне 2008 года совпал с падением к этому сроку до минимума мировых цен на нефть. В дальнейшем движение индекса РТС вниз ускорилось, что можно связать с массовым выводом иностранными инвесторами средств с российского фондового рынка под влиянием разразившегося мирового финансового кризиса, а также внутреннего кризиса ликвидности ⁷.

Крах рынка был вызван целым комплексом одновременно действовавших факторов, среди которых можно выделить внешние и внутренние. Среди внешних – это сокращение совокупного спроса мировой экономики и падение цен на российскую экспортную продукцию (прежде всего, на нефть). Определенную роль сыграло также резкое сокращение возможностей привлекать внешнее финансирование вследствие кардинального изменения ситуации на мировых рынках капитала. Негативному развитию событий на фондовом рынке России и снижению к нему интереса со стороны инвесторов

⁶ По данным РТС.

⁷ Замараев Б., Ключевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года. [Электронный ресурс] <<http://institutiones.com/general/1195-ekonomicheskie-itogi-2008-goda.html>>

способствовали также такие внутренние факторы, как резкое замедление промышленного производства во второй половине года; увеличение инфляции; августовские события в Южной Осетии и Абхазии (военный российско-грузинский конфликт); частое приостановление торгов из-за сбоев на российских биржах ММВБ и РТС; отзыв лицензий у ряда банков из-за неспособности своевременно погасить свои обязательства; существенное ослабление курса рубля по отношению к доллару США и евро в последнем квартале 2008 года; понижение 23 октября 2008 года рейтинга России рейтинговым агентством Standard&Poog's со «стабильного» до «негативного».

В течение 2009 года начиная с февраля рынок постепенно начал восстанавливаться. Индексы РТС и ММВБ, по глубине падения в 2008 году опередившие индексы всех известных фондовых рынков в мире, в 2009 году показали самую высокую доходность: индекс РТС вырос на 128,6 %, индекс ММВБ – на 121,1 %. Трудно было ожидать столь быстрых темпов восстановления цен акций российских компаний.

Капитализация российских компаний в 2009 году составила 861 млрд дол. (рис. 1), увеличившись более чем в 2 раза по сравнению с предшествующим годом. Вместе с тем после вызванных паникой массовых распродаж акций российских эмитентов в конце 2008 года, обусловивших рост объемов торгов до 1,405 трлн дол., на фоне восстановления рынка в течение 2009 года имело место значительное снижение объемов торгов – до 900 млрд дол.

Наряду с ростом основных фондовых индексов и снижением объема торгов в 2009 году значение волатильности рынка акций снизилось на 60,5 % от уровня 1998 года, однако оно оставалось пока еще на уровне, более высоком, чем в 2003 году, когда в основном завершились процессы восстановления рынка после первого кризиса.

Заметное влияние на отечественный фондовый рынок оказал рост цен на мировых сырьевых рынках. В 2010 году стоимость нефти выросла на 20 % и достигла к концу года отметки 90 дол./баррель. Это способствовало притоку средств в страну и повышению ликвидности в банковской системе. Индекс РТС за год увеличился на 22,54 % до 1770,28 пункта, индекс ММВБ – на 23,21 % до 1687,99 пункта. Капитализация рынка акций несколько возросла, объем торгов на российских биржах в 2010 году составил 1,114 трлн руб., что на 19 % выше показателя 2009 года, волатильность уменьшилась и составила 35 % от уровня 1998 года (рис. 1). В целом ход и темпы восстановления российского фондового рынка в 2010 г. вселяли надежду на то, что после падения 2008–2009 гг. он восстановится до предкризисных значений быстрее, чем это случилось после кризиса 1997–1998 гг.

Однако 2011 год, к сожалению, не оправдал эти надежды. Российский рынок, в глобальном масштабе играющий второстепенную роль, но повторяющий, хотя и не линейно, динамику ведущих мировых рынков, по итогам 2011 года показал снижение и вернулся практически на свои позиции начала 2010 года. Индекс ММВБ снизился на 22 % до уровня в 1383, индекс РТС потерял 28,4 %, закрывшись на отметке 1380,5. Несколько возрос показатель волатильности акций – с 36,0 % в 2010 г. до 42,0 % (за 100 % принят уровень 1998 г.). Капитализация российских компаний составила 1,131 трлн дол., уменьшившись на 18,0 % по сравнению с предшествующим годом (рис. 1).

Вместе с тем, как видно на этом же рисунке, объемы торгов акциями на российских биржах в 2011 г. возросли до 1,717 трлн дол., что на 54,1 % выше показателя 2010 г. В данном случае рост объема торгов был связан прежде всего с тем, что частные инвесторы стали интенсивно забирать свои средства из иностранных инвестиционных фондов, осуществлявших вложения в акции российских компаний. В частности, с мая по декабрь 2011 года только за счет этого российский фондовый рынок потерял 4,6 млрд дол, а в связи с этим существенно снизился и индекс РТС. Кроме того, в 2011 году усилилась тенденция ухода с торгов по разным причинам некоторых крупных отечественных эмитентов. Одним из самых заметных событий 2011 года, отрицательно повлиявших на ход торгов на мировых и российских фондовых площадках, стало принятое 5 августа решение рейтингового агентства Standard & Poor's понизить суверенный кредитный рейтинг крупнейшей мировой экономики – США – с высшей степени надежности «AAA» до «AA+» с негативным прогнозом, что моментально обвалило все мировые индексы (российский рынок снизился на 11,3 %).

Если оценить поведение фондового рынка России в 2011 году с глобальных позиций, то становится очевидным, что его динамика по направленности в основном соответствовала мировым трендам. По мнению экспертов влиятельного делового агентства Bloomberg, общие потери инвесторов в 2011 году на мировом фондовом рынке составили сумму в 6,3 трлн дол. При этом совокупная капитализация мирового рынка упала за год на 12,1 %. На основании этого можно считать, что 2011 год стал одним из самых драматичных для мировой экономики, в которой еще сохранились деструктивные тенденции, возникшие с началом в 2008 году глобального финансового кризиса, и при этом углубился новый тяжелый кризис задолженности стран зоны евро.

Вместе с тем результаты рассмотрения и оценки более чем 20-летнего постсоветского периода становления и развития фондового рынка России, преодолевшего, хотя и с определенными издержками, два беспрецедентных кризисных спада, свидетельствуют о его поступательном и уверенном движении на сложном пути превращения в мощную и авторитетную торговую структуру мирового уровня. Однако на этом пути ему предстоит преодолеть еще немало трудностей и барьеров, которые находят выражение в нерешенных пока проблемах.

Прежде всего следует констатировать чрезвычайное многообразие, разный характер, неодинаковую значимость и силу влияния как проблемообразующих факторов, так и самих проблем фондового рынка России. Одна из фундаментальных проблем российского рынка акций состоит в том, что для него характерны некая «однобокость» отраслевой структуры эмитентов и, соответственно, неравномерность концентрации капитала, представленного на фондовом рынке. Так, на шесть крупнейших, включающих все «голубые фишки» отраслей российской экономики: нефтегазовый сектор, химическая промышленность, энергетика, металлургия, связь и телекоммуникации, а также финансово-банковский сектор, приходится, по расчетам Центра развития фондового рынка, более 94 % национальной капитализации, причем более 60 % – на добычу нефти и газа⁸. Поэтому столь чувствителен отечественный фондовый рынок к колебаниям мировых цен и конъюнктуры мирового рынка.⁹

Проблема неустойчивости российского рынка ценных бумаг в значительной мере связана с упомянутой выше «однобокостью» нашей экономики, ее сырьевым характером, сильной зависимостью экономики, а следовательно, и фондового рынка от ценовой мировой конъюнктуры на нефть и газ. Изображенный на рис. 3 график показывает, что движение российских фондовых индексов прямо зависит от цены на нефть.

По направленности динамика биржевых индексов ММВБ и РТС практически полностью соответствует изменениям рыночной капитализации акций. При этом величина данного показателя прямо коррелирует с капитализацией рынка акций нефтегазового сектора (рис. 4). На этом рисунке верхняя кривая (для зоны 2006 года и частично начала 2007 года) отражает уровни

⁸ Перекошенный лик экономики. [Электронный ресурс] <http://expert.ru/expert/2007/21/rossiyskiy_fondoviy_rynok/>

⁹ [Электронный ресурс] <<http://www.bankcredits.ru/2011-08-28-16-09-41/947-2011-11-13-05-56-30.html>>

капитализации акций нефтегазового сектора, а нижняя (для той же зоны) соответствует уровням капитализации акций всех остальных секторов экономики России (в суммарном исчислении).

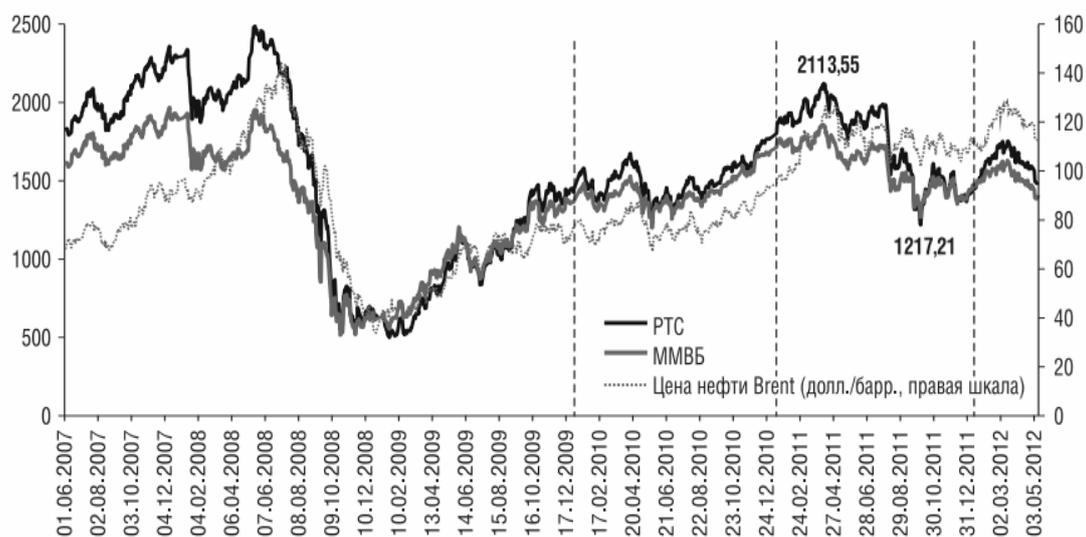


Рис. 3. Динамика индексов ММВБ, РТС и цены нефти Brent (2007–2012)¹⁰

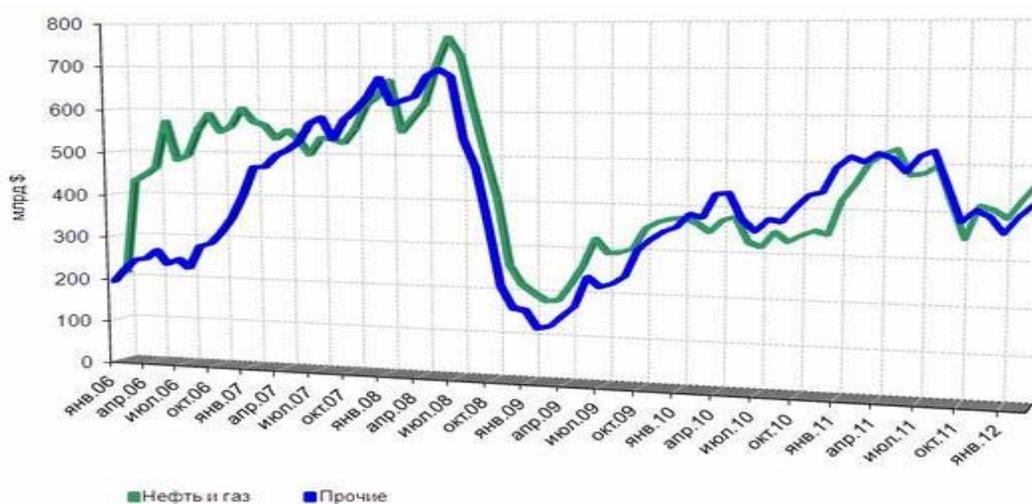


Рис. 4. Капитализация акций нефтегазового сектора России¹¹

Отсюда следует, что капитализация рынка акций нефтегазового сектора существенно преобладает в общей капитализации фондового рынка (за исключением периода с января 2010 года по апрель 2011 года), составляя, как правило, более ее половины в отдельные периоды 2006 и 2009 гг. Вместе с тем изменения рассматриваемых показателей с января 2006 по январь 2012 года, как следует из рис. 3, оставались, в основном, однонаправленными¹².

¹⁰ По данным биржи ММВБ-РТС.

¹¹ ММВБ-РТС, оценки РБК.

¹² Капитализация рынка. [Электронный ресурс]

<<http://quote.rbc.ru/rbc100/2012/02/chapter3.shtml>>

Не менее важная проблема фондового рынка России состоит в том, что используются далеко не все потенциальные возможности расширения числа эмитентов и, соответственно, повышения уровня капитализации рынка с целью обеспечения его большей устойчивости. Так, в отраслевой структуре фондового рынка России слабо представлены более или менее весомые, но не имеющие в своей сфере самых крупных эмитентов, секторы экономики страны. В их числе: машиностроение, транспорт, производство на основе высоких технологий, агропромышленный комплекс, торговля, строительство, сфера услуг. Совсем незначительна доля эмитентов из огромного числа компаний, относящихся к предприятиям среднего и особенно малого бизнеса. Число открытых акционерных обществ в 2008 году составляло около 130 тыс., а количество эмитентов, акции которых торгуются на российском рынке, чуть более 1000¹³. Из-за ограниченного числа эмитентов страдают масштабы, диверсификация, общая капитализация, а следовательно, и значимость российского рынка ценных бумаг в мире.

Рассмотренные выше проблемы современного российского фондового рынка связаны, главным образом, с экономическими факторами. Другой комплекс проблем обусловлен неудовлетворительным инвестиционным климатом в стране. Здесь следует сказать, что такое разделение весьма относительно, поскольку целый ряд проблем, казалось бы, с «экономическими корнями», на самом деле оказывается связанным с влиянием своего рода универсальным и многоплановым фактором негативного характера – неудовлетворительным инвестиционным климатом.

Инвестиционный климат является важнейшим элементом деловой среды в государстве. В рейтинге Всемирного банка и Международной финансовой корпорации благоприятности деловой среды Doing Business – 2012, опубликованном в конце октября 2011 года, Россия оказалась лишь на 120-й строчке, разместившись между Кабо-Верде и Коста-Рикой. Справедливости ради все же следует сказать, что в 2010 году Россия поднялась на 4 строчки, опередив по этому показателю Уганду и Уругвай¹⁴. Применительно к российскому фондовому рынку такое состояние инвестиционного климата в стране объясняет многие его проблемы, а также степень выраженности этих проблем.

Так, ряд крупных отечественных компаний торгуют ценными бумагами не на отечественном рынке ценных бумаг, а на зарубежных фондовых биржах, причем некоторые из них даже вышли там на IPO. Весьма значительна доля зарубежных рынков в совокупном объеме привлечения инвестиций российских компаний, которые размещают там депозитарные расписки, остава-

¹³ Плюс капитализация всей страны. Еженедельник «Экономика и жизнь». – № 25. – 2008.

¹⁴ РБК. [Электронный ресурс] <<http://top.rbc.ru/economics/07/11/2011/623734.shtml>>

ясь и на национальном рынке. К таким российским эмитентам относятся практически все компании, которые входят в состав «голубых фишек». За восемь месяцев 2011 года они разместили на зарубежных площадках ценные бумаги в объеме 3,157 млрд дол., другие российские корпорации вывели на внешние рынки ценные бумаги на 1,071 млрд дол. В то же время на отечественном рынке наши компании разместили ценные бумаги на 1,021 млрд дол¹⁵. На зарубежных рынках, в отличие от отечественного фондового рынка, более совершенная инфраструктура рынка, функционирующая по единым для всего мира, кроме нас, стандартам и правилам, обеспечивающая оптимальные условия торговли как для эмитентов, так и для инвесторов.

Одной из проблем российского рынка ценных бумаг является низкая (по сравнению с другими странами с развитыми и развивающимися финансовыми рынками) доля инвесторов из числа населения. По самым оптимистическим оценкам, количество инвесторов из числа физических лиц на фондовом рынке России не превышает 0,5 млн человек, в то время как в США и Китае оно составляет 70–80 млн человек, в крупных европейских странах – более 10 млн человек¹⁶. Такое положение объясняется прежде всего недоверием наших граждан к отечественной финансовой системе, корни которого уходят к временам краха ГКО, МММ и других финансовых пирамид. Кроме того, статистика фиксирует низкий уровень финансовой грамотности населения, важную роль играет также отсутствие мотивации инвестиционной деятельности.

Задача привлечения на фондовый рынок инвесторов как внутренних, так и внешних осложняется пробелами в действующем законодательстве. Не сформирована в полной мере нормативно-правовая база государственного регулирования деятельности инфраструктуры фондового рынка. Законодательство в сфере налогообложения пока не стимулирует инвестиционный процесс и остается несовершенным, несмотря на перманентный характер его изменений. Налоговый кодекс в нашей стране претерпевает изменения в среднем каждые 18 дней¹⁷.

Немало нерешенных проблем остается еще в инфраструктуре российского фондового рынка. В частности, в ней пока отсутствуют единая системы расчетов по осуществляемым сделкам с ценными бумагами, централизован-

¹⁵ РИА Новости. [Электронный ресурс] <<http://www.rbcdaily.ru/2011/11/10/finance/562949982002749>> (10.07.2011).

¹⁶ Фондовый рынок России 2. [Электронный ресурс] <http://www.coolreferat.com/Фондовый_рынок_России_2>

¹⁷ Ведение бизнеса в России: уже не Уганда, но еще не Кабо-Верде. [Электронный ресурс] <<http://top.rbc.ru/economics/07/11/2011/623734.shtml>>

ная процедура обмена информацией, система стандартизированных принципов взаимодействия между всеми участниками фондового рынка. Остается слабой интеграция с международными депозитарными и расчетно-клиринговыми организациями.

С учетом изложенных выше материалов, характеризующих основную проблематику современного российского фондового рынка, можно сформулировать и обосновать главные векторы его дальнейшего развития, а также конкретные меры, направленные на разрешение имеющихся проблем в ближайшие годы.

Стратегические направления развития рынка на ближайшую перспективу детально проанализированы и изложены в официальном документе, утвержденном Правительством РФ¹⁸. Следуя данному документу, необходимо отметить, что решение проблем рынка, непосредственно обусловленных спецификой и уровнем развития экономики России, возможно лишь при кардинальном изменении макроэкономических показателей нашей страны в ходе дальнейшего развития производства, его отраслевой диверсификации, роста удельного веса в ВВП отстающих пока отраслей экономики, ускоренного движения по пути постепенного и неуклонного уменьшения ее преимущественно сырьевого характера. Что касается механизмов функционирования самого рынка ценных бумаг, то усилия по созданию надлежащих условий для его дальнейшего развития должны быть направлены прежде всего на создание благоприятного инвестиционного климата.

Инвестиционный климат регулируется инвестиционной политикой - совокупностью мер организационного и экономического характера со стороны руководства страны. Инвестиционная политика как важный инструмент воздействия на экономику страны и, в частности, на бизнес-процессы, должна быть направлена на создание оптимальных условий функционирования фондового рынка и максимального использования инвестиционного потенциала страны.

Важнейшим резервом повышения емкости отечественного рынка ценных бумаг является привлечение индивидуальных инвесторов за счет повышения инвестиционной активности населения. Для этого имеются достаточные предпосылки: по некоторым оценкам, с учетом размеров сбережений у населения число индивидуальных инвесторов, способных вкладывать свои

¹⁸ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

средства в различные инструменты фондового рынка, может составлять до 70 процентов экономически активного населения¹⁹. Для реализации этих предпосылок необходимо прежде всего изменить инвестиционное поведение населения путем повышения уровня его информированности о законодательных основах, преимуществах инвестирования и правовой защищенности вложений в ценные бумаги. Государственное регулирование в данной сфере следует направить на усиление защиты прав и законных интересов, снижение рисков индивидуальных инвесторов, включая создание компенсационных фондов и страховых фондов саморегулируемых организаций.

Огромный резерв повышения емкости национального фондового рынка представлен потенциальными институциональными инвесторами, главным образом, представителями среднего и малого бизнеса. Для реализации этого резерва необходимо упростить налоговые и нормативные процедуры организации данного вида бизнеса, снять лишние барьеры и сделать прозрачными остальные препятствия на пути его развития. Пока же в настоящее время, как отмечает Е.Г. Ясин с соавторами²⁰, для регистрации структуры малого или среднего бизнеса необходимо получить резолюции 20–30 чиновников разных инстанций и оформить от 50 до 90 разрешительных документов. Совершенствование правил организации и функционирования предпринимательства, сужение сфер влияния чиновников, их вмешательства в хозяйственную деятельность помимо облегчения пути малому и среднему бизнесу в сфере экономики и, конечно, на рынок ценных бумаг, позволит не только поднять капитализацию рынка, но и будет способствовать противодействию проявлениям коррупции. Этому же будет содействовать и устранение положений в законодательных и нормативных актах, допускающих их двойственное толкование и потому порождающих злоупотребления со стороны контрольно-надзирающих органов. Необходимо увеличить хотя бы до года стабильность налоговых правил, а в конечном счете создать простую, понятную и экономически оправданную налоговую систему, в которой оптимально сочетались бы интересы налогоплательщиков и государства.

В равной мере требуют реформирования законодательная и нормативная база правового регулирования рынка ценных бумаг в целях ликвидации

¹⁹ Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

²⁰ Как улучшить инвестиционный климат в России. [Электронный ресурс] <<http://www.managment.aaanet.ru/economics/klimat-rossii.php>>

экономически не обоснованных регулятивных препятствий в сфере его развития, в частности, снижения административных барьеров и упрощения процедур государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Для привлечения иностранных инвестиций необходимы меры по снижению налогов и рисков для иностранных инвесторов, введению льготных таможенных условий, гармонизации российских стандартов и правил функционирования фондового рынка с международными стандартами и по другим аспектам.

Требует решения целый ряд проблем, обусловленных недостатками инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. Давно назрела и стала объективной необходимостью создания центрального депозитария в соответствии с законом, принятым и вступившим в силу с 1 января 2012 года²¹. С началом его работы появится более удобная система расчета по сделкам с ценными бумагами, значительно упростится процедура документооборота и взаимодействия между различными профессиональными участниками, будет сделан важный шаг на пути к созданию в Москве международного финансового центра.

Формирование такого центра, призванного обеспечить долгосрочную конкурентоспособность всего финансового рынка России, включая и рынок ценных бумаг, рассматривается в настоящее время в качестве важнейшего приоритета экономической политики на длительную перспективу. Международный финансовый центр в Москве должен стать важнейшим механизмом реализации в международном масштабе процесса взаимодействия инвесторов и организаций, нуждающихся в привлечении капитала, сделать российский рынок ценных бумаг полноправной частью мирового финансового рынка, повысить его привлекательность в глазах иностранных инвесторов и эмитентов. Вряд ли можно сомневаться и в том, что создание и функционирование международного финансового центра во многом будет способствовать решению многих проблем, сдерживающих сегодня поступательное движение вперед российского рынка ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М., 2002. – 326 с.
2. *Бутрин Д.* Промышленность нехотя выходит из рецессии // Коммерсантъ. – 2010. 25 января. – С. 2.

²¹ О центральном депозитарии. Федеральный закон от 7 декабря 2011 года № 414-ФЗ (ред. от 28.07.2012).

3. Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.
4. Защита прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг / Под ред. М. К. Треушников. – СПб.; Городец, 2009. – 400 с.
5. Иванов В.В., Никифорова В.Д., Сергеева И.Г. Рынок ценных бумаг. КноРус – 2008. – 284 с.
6. Кравченко П.П. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг в РФ // Менеджмент в России и за рубежом. – 2007. – № 3. – С. 21.
7. Российская экономика в 2011 году. Тенденции и перспективы. Вып. 33. – М.: Институт Гайдара, 2012. – 612 с.
8. Сребник Б.В. Рынок ценных бумаг. КноРус. – 2009. – 288 с.
9. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	3
-------------------	---

ЧАСТЬ I. АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Моисеев К.Я. , аспирант. Попова Е.М. , д.э.н., профессор – научный руководитель. К ВОПРОСУ О ПЕРСПЕКТИВАХ РАЗВИТИЯ ПЕРСОНАЛЬНОГО БАНКОВСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ В РОССИИ	4
Нелюбова Л.М. , магистрант. Белоглазова Г.Н. , д.э.н., профессор – научный руководитель. УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА	10
Тюляев О.Н. , аспирант. Попова Е.М. , д.э.н., профессор – научный руководитель. ВОЗМОЖНОСТИ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ СЕВЕРО-ЗАПАДА	18
Чернова А.И. , магистрант. Лебедева Т.В. , к.э.н., доцент – научный руководитель. ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА РОССИИ	23

ЧАСТЬ II. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ИНВЕСТИЦИИ

Аллахвердян Я.С. , магистрант. Семченко А.А. , к.э.н., доцент – научный руководитель. О ПРОЦЕССЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В НЕДВИЖИМОСТЬ НА ПРИМЕРЕ РЫНКА САНКТ-ПЕТЕРБУРГА	30
Атаева Д.Н. , магистрант. Попова Е.М. , д.э.н., профессор – научный руководитель. АРТ-ИНДЕКС МЕЯ-МОЗЕСА КАК ИНСТРУМЕНТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ИСКУССТВО	36
Воронин В.А. , магистрант. Кальварский Г.В. , к.э.н., доцент – научный руководитель. РОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА В РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ	44
Королёв Д.А. , магистрант. Вострокнутова А.И. , д.э.н., профессор – научный руководитель. К ПРОБЛЕМЕ ФОРМИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ	50
Овсянников М.Р. , магистрант. Вострокнутова А.И. , д.э.н., профессор – научный руководитель. ВЛИЯНИЕ ПОВЕДЕНИЙ ТРЕЙДЕРОВ НА РЫНОК АКЦИЙ	58

Потапов А.О., магистрант. Лисица М.И., к.э.н., доцент – научный руководитель. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ: СУЩНОСТЬ И КЛАССИФИКАЦИЯ	65
Стробыкина Е.Д., магистрант. Зайцева И.Г., к.э.н., доцент – научный руководитель. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РАЗМЕР ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ	71
ЧАСТЬ III. ОРГАНИЗАЦИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	
Бугаева В.Е., магистрант. Трифонова Н.В., к.э.н., доцент – научный руководитель. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ КАДРОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА НА ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОМ ПРЕДПРИЯТИИ	80
Демин П.Ю., магистрант. Бургонова Г.Н., к.э.н., профессор – научный руководитель. ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНЧЕСКОГО УЧЕТА ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ	90
Кривых Т.В., магистрант. Погостинская Н.Н., д.э.н., профессор – научный руководитель. АНАЛИЗ МЕТОДОВ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	97
Малиева М.И., магистрант. Трифонова Н.В., к.э.н., доцент – научный руководитель. MERGERS AND ACQUISITIONS – ASSESSMENT OF THE FINANCIAL EFFECT	105
Кесарева С.В., студентка, 5 курс. Павлова И.П., д.э.н., профессор – научный руководитель. ПРИВАТИЗАЦИЯ: КОНЦЕПЦИИ, РЕАЛИЗАЦИЯ, ЭФФЕКТИВНОСТЬ	111
Махненко Н.О., студент, 5 курс. Павлова И.П., д.э.н., профессор – научный руководитель. РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В ПОСТСОВЕТСКИЙ ПЕРИОД И ПРОБЛЕМЫ ЕГО ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ	123

Научное издание

ВЕСТНИК № 36

Межвузовский студенческий научный журнал

Корректор *И.С. Ловкис*

Технический редактор *Л.В. Соловьева*

Директор РИЦ МБИ А.И. Стригун

Подписано в печать 06.05.13

Усл. печ. л. 8,8. Тираж 500 экз. Заказ 613.

РИЦ МБИ

191011, Санкт-Петербург, Невский пр., д. 60

тел. (812) 570-55-72