

Е.В. ФЕДОРЦ

**ФИНАНСЫ
ИНВЕСТИЦИОННО-КРЕДИТНЫХ
ИНСТИТУТОВ**

Учебное пособие



ISBN 978-5-4217-0114-9



9 785421 701149

Курганский
государственный
университет



редакционно-издательский
центр

43-38-36

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

КУРГАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Е.В. Федорен

**ФИНАНСЫ ИНВЕСТИЦИОННО-КРЕДИТНЫХ
ИНСТИТУТОВ**

Учебное пособие

Курган 2011

УДК 336.7
ББК 65. 262. 1 я 73
Ф 33

Рецензенты:

д-р экон. наук, профессор, начальник операционного управления Курганского отделения № 8599 Уральского банка Сбербанка РФ **С.Н. Орлов**;
канд. экон. наук, главный инспектор отдела инспектирования кредитных организаций Управления по надзору за деятельностью кредитных организаций ГУ ЦБ РФ по Курганской области **М.Ю. Черепанов**.

Печатается по решению методического совета Курганского государственного университета.

Ф 33 Федорец Е.В. Финансы инвестиционно-кредитных институтов: Учебное пособие. - Курган: Изд-во Курганского государственного университета, 2011. - 172 с.

Учебное пособие раскрывает содержание функций кредитно-инвестиционных институтов на финансовом рынке; знакомит с основными аспектами организации финансов: коммерческих банков, небанковских кредитно-финансовых институтов (финансовых и страховых компаний, пенсионных фондов, ломбардов, кредитных союзов и товариществ), инвестиционных институтов (инвестиционных компаний и фондов, фондовых бирж, финансовых брокеров, инвестиционных консультантов и пр.).

Пособие рекомендуется студентам и аспирантам экономических специальностей вузов, преподавателям, специалистам инвестиционных и кредитных организаций, а также всем тем, кто интересуется проблемами развития инвестиционно-кредитной сферы.

Рис.-11, табл.-1, библиограф. – 38 назв.

ISBN 978-5-4217-0114-9

© Курганский
государственный
университет, 2011
© Федорец Е.В., 2011

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	5
Глава 1. Инвестиционно- кредитные институты на финансовом рынке	6
1.1. Финансовый рынок как сфера кредитно- инвестиционной деятельности	6
1.1.1. Структура финансового рынка	6
1.1.2. Понятие, виды и роль финансовых посредников в инвестиционном процессе.....	8
1.1.3 Кредитный и фондовый варианты инвестирования	15
1.2. Инвестиционный процесс и механизм инвестиционного рынка	16
1.2.1. Инвестиционный рынок: общие положения	16
1.2.2. Конъюнктура инвестиционного рынка.....	18
1.2.3. Структура инвестиционного рынка	20
1.3. Равновесие на инвестиционном рынке	21
1.3.1. Динамизм спроса и предложения	22
1.3.2. Особенности формирования инвестиционного предложения	28
1.3.3. Механизм равновесных цен на инвестиционном рынке	28
1.3.4. Модель Дж. Хикса IS—LM.....	30
1.4. Финансовое обеспечение инвестиционного процесса	33
1.4.1. Источники финансирования инвестиций	33
1.4.2. Структура источников финансирования инвестиций предприятия	35
1.4.3. Общая характеристика собственных инвестиционных ресурсов фирм (компаний)	42
1.4.4. Стоимость привлечения инвестиционных ресурсов	43
1.4.5. Оптимальная структура инвестиционных ресурсов.....	50
Глава 2. Организация финансов инвестиционно-кредитных институтов.	51
2.1. Финансы коммерческих банков	51
2.1.1. Принципы организации и функционирования	51
2.1.2. Пассивные операции банков	65
2.1.3. Активные операции банков	72
2.1.4. Финансовые результаты деятельности коммерческих банков ...	81
2.1.5. Формирование и использование прибыли.....	87
2.1.6. Инвестиционная деятельность коммерческих банков	91
2.2. Инвестиционная политика коммерческих банков	94
2.2.1. Понятие и элементы инвестиционной политики банков	94
2.2.2. Формулирование целей инвестиционной деятельности	96
2.2.3. Разработка основных направлений инвестиционной политики	97

2.2.4. Определение источников финансирования инвестиций	98
2.2.5. Факторы, определяющие инвестиционную политику банков ..	101
2.2.6. Анализ, оценка и мониторинг инвестиционной политики	103
Глава 3. Финансы небанковских кредитно-инвестиционных институтов	106
3.1. Финансы страховых компаний	106
3.1.1. Сущность и принципы организации финансов страховых компаний	106
3.1.2. Понятие финансового потенциала страховой компании	111
3.1.3. Доходы, расходы и прибыль страховой организации	115
3.2. Инвестиционная деятельность страховых организаций	120
3.2.1. Принципы инвестирования временно свободных денежных средств страховщика	123
3.2.2. Критерии выбора страховой организацией финансовых инструментов	128
3.3. Финансы пенсионных фондов	131
3.4. Финансы инвестиционных фондов	138
3.4.1. Паевые инвестиционные фонды	140
3.4.2. Общие фонды банковского управления	146
3.4.3. Торгуемый на бирже фонд	150
3.4.4. Чековый инвестиционный фонд	150
3.5. Финансы ломбардов	153
3.6. Финансы фондовой биржи	154
3.6.1. Понятие фондовой биржи	154
3.6.2. Управление фондовой биржей	156
3.6.3. Участники биржевых сделок	157
3.6.4. Биржевая торговля облигациями	163
3.6.5. Оформление биржевых сделок	164
3.6.6. Принципы деятельности фондовой биржи	167
Заключение	169
Список литературы	170

ВВЕДЕНИЕ

Правительство Российской Федерации последовательно проводит политику, направленную на активизацию инвестиционной деятельности в стране. Эта политика исходит из того, что для оживления экономики необходим приток средств частных инвесторов, прежде всего корпоративного национального капитала, сумевшего адаптироваться к условиям рынка и способного обеспечить высокую отдачу от инвестируемых средств.

Инвестиционно-кредитные институты являются рыночными хозяйствующими субъектами, обслуживающими эффективное движение денежных средств в экономике. Однако продолжающиеся сохраняться многие негативные тенденции в финансовой сфере: нестабильность бюджетных доходов в условиях спада производства, рост цен, колебания валютного курса, деградация хозяйственных связей и кризис взаимных платежей, оказывают негативное влияние на ситуацию в инвестиционно - кредитной сфере. В связи с кризисной ситуацией предоставление денежных ресурсов носит краткосрочный характер, наблюдается сокращение инвестиционных потоков и удельного веса долгосрочных кредитов (на срок более года). На финансовых рынках возрастает конкуренция, дефицит доходности инвестиционно - кредитных операций.

В данном учебном пособии предпринята попытка выделить особую функцию субъектов финансового рынка – функцию финансового посредника, которую выполняют инвестиционно – кредитные институты, призванные аккумулировать временно-свободные денежные средства первичных инвесторов и размещать их от своего имени или по поручению клиента. К категории инвестиционно - кредитных институтов относят коммерческие банки, небанковские кредитно-финансовые институты (финансовые и страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, кредитные союзы и товарищества), инвестиционные институты (инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и пр.).

Учебное пособие раскрывает содержание функций инвестиционно - кредитных институтов на финансовом рынке, основы построения инвестиционного рынка и организацию взаимодействия на нем экономических субъектов, принципы организации инвестиционного процесса на финансовом рынке.

Особое внимание уделено основным аспектам организации финансов инвестиционно - кредитных институтов, формированию доходов, расходов и финансового результата.

Раскрыта сущность инвестиционной деятельности отдельных форм кредитно- инвестиционных институтов: формирование ими инвестиционных стратегий, принципы выбора объектов инвестиционных вложений, формирование инвестиционных ресурсов.

Пособие предназначено студентам и аспирантам экономических специальностей вузов, преподавателям, специалистам инвестиционных и кредитных организаций, а также всем, кто интересуется проблемами развития инвестиционно-кредитной сферы.

Глава 1. ИНВЕСТИЦИОННО-КРЕДИТНЫЕ ИНСТИТУТЫ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

1.1. Финансовый рынок как сфера кредитно-инвестиционной деятельности

1.1.1. Структура финансового рынка

Финансовый рынок представляет собой подсистему общего рынка, является одной из функциональных частей экономики. Если описать экономику в качестве рынка, состоящего из субрынков, то финансовый рынок будет выступать в качестве одного из таких субрынков: товарный рынок, рынок труда и финансовый рынок, включающий в себя фондовый рынок, денежный рынок, рынки прочих фондовых ценностей, рынок ценных бумаг, рынок инвестиций, кредитный рынок, валютный рынок. Субрынки — рынок труда, товарный рынок (или рынок товаров) и финансовый рынок (или рынок капиталов) — тесно взаимодействуют и дополняют друг друга в процессе функционирования экономики. Основная функция финансового рынка — формирование, перераспределение и применение капитала как одного из факторов общественного производства.

Финансовый рынок делится на фондовый рынок (в основе которого лежит рынок ценных бумаг) и денежный рынок (иногда также называемый рынком банковских ссуд или рынком ссудных капиталов). Разделение между фондовым и денежным рынками достаточно условное, однако в теоретических исследованиях оно проводится. Критерием разделения финансового рынка выступает цель привлечения капитала посредством обращения к институтам фондового или денежного рынка. Если капитал привлекается для целей расширения производства, обновления основного капитала, то используется, как правило, фондовый рынок. Если же требуется покрыть потребность в оборотном капитале, то обращаются к денежному рынку. Отличаются фондовый и денежный рынки также по срокам, на которые привлекается капитал [21].

На фондовом рынке эмитенты и заемщики привлекают капитал, как правило, на срок более одного года, т.е. фондовый рынок - это сфера среднесрочных и долгосрочных инвестиций. На денежном рынке капитал привлекается на срок менее года, следовательно, денежный рынок является преимущественно сферой краткосрочных инвестиций. Фондовый рынок — это часть финансового рынка, опосредующая инвестиции в основной капитал, в первую очередь долгосрочные инвестиции. Ядром фондового рынка является рынок ценных бумаг в части так называемых инвестиционных ценных бумаг, т.е. ценных бумаг, опосредующих инвестиции в основной капитал (акции и долгосрочные облигации). Кроме рынка ценных бумаг в структуре фондового рынка выделяются также рынки других фондовых ценностей. Фондовый рынок иногда называют инве-

стиционным рынком или рынком инвестиций. Деятельность на фондовом рынке часто называется инвестиционным бизнесом. Таким образом подчеркивается основная макроэкономическая функция этого сегмента рынка: обеспечение движения инвестиций.

Рынок ценных бумаг и инвестиционных ресурсов является частью финансового рынка, опосредующей инвестиции. Основная макроэкономическая функция этого рынка — осуществление перелива капитала в наиболее рентабельные отрасли, вследствие чего происходит трансформация структуры общественного производства. Основная его задача — сведение лиц, нуждающихся в привлечении капитала (эмитентов ценных бумаг), с лицами, имеющими потребность в размещении финансовых ресурсов (инвесторами).

Рынок ценных бумаг имеет следующее структурное деление:

- первичный рынок, под которым понимается совокупность сделок по размещению ценных бумаг, продажа ценных бумаг их первым владельцам. В этих сделках продавцом выступает либо сам эмитент, либо агент, уполномоченный эмитентом на размещение ценных бумаг;

- вторичный рынок, т. е. сделки по перепродаже ранее выпущенных ценных бумаг.

Денежным рынком является часть рынка капитала, опосредующая возмещение потребности в оборотном капитале на срок менее одного года. Денежный рынок также часто называется рынком банковских ссуд или рынком ссудных капиталов. Однако, на наш взгляд, более правильным является название «денежный рынок», так как, во-первых, оно указывает на краткосрочность операций в этой части рынка капитала и на форму, в которой капитал присутствует на этом рынке, во-вторых, к денежному рынку, кроме собственно ссудных операций, также относятся операции с валютой (валютный рынок). К денежному рынку относится также часть рынка ценных бумаг. Такие ценные бумаги, как векселя, обслуживающие, как правило, краткосрочные заимствования, по своей сути являются инструментами денежного рынка.

В соответствии с объективными рыночными закономерностями инвестирование предполагает функционирование развитого финансового рынка. Взаимодействие инвестиционного и финансового рынков является важным условием макроэкономического равновесия в рыночном хозяйстве. Финансовый рынок обеспечивает аккумуляцию временно свободных денежных средств одних субъектов рынка и эффективное применение их другими, бесперебойное формирование финансовых ресурсов, их наиболее эффективное инвестирование и целенаправленное использование [25].

1.1.2. Понятие, виды и роль финансовых посредников в инвестиционном процессе

Согласно положениям теории финансового посредничества основным собственником инвестиционных ресурсов является население, а основным потребителем — предприятия и организации.

При анализе инвестиционной значимости сбережений населения принято выделять организованные и неорганизованные формы сбережений. Под *организованными сбережениями* понимают сбережения, осуществляемые в виде вкладов в банки и ценные бумаги. Данная форма сбережений представляет собой денежные ресурсы, которые, будучи аккумулированы различными институтами финансового рынка, могут быть сравнительно легко трансформированы в инвестиции. *Неорганизованные сбережения* — это сбережения в форме наличной валюты, которые остаются на руках у населения. Данная форма сбережений населения представляет собой потенциальный инвестиционный ресурс.

Домашние хозяйства являются не единственным поставщиком денежных средств на финансовом рынке. Источниками инвестиционного капитала могут быть собственные ресурсы кредитно-финансовых институтов, временно свободные денежные средства предприятий и организаций, средства иностранных инвесторов, государства и др.

Реализация инвестиционного спроса и предложения осуществляется финансовыми посредниками, наделенными широкими возможностями по обслуживанию экономических субъектов. Рыночный механизм мобилизации инвестиционных ресурсов и их эффективного размещения предполагает наличие развитой инфраструктуры инвестиционного процесса, различных институциональных органов инвесторов, соответствующих рыночной экономике. Экономике развитых стран присуща сложная и многообразная структура институтов, осуществляющих мобилизацию инвестиционных ресурсов с последующим их вложением в деятельность. Эти институты, выступая финансовыми посредниками, аккумулируют отдельные сбережения домашних хозяйств и фирм в значительные массы инвестиционного капитала, который затем размещается среди потребителей инвестиций.

В наиболее общем виде финансовые институты включают следующие типы [26]:

- коммерческие банки (универсальные и специализированные),
- небанковские кредитно-финансовые институты (финансовые и страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, кредитные союзы и товарищества),

- инвестиционные институты (инвестиционные компании и фонды, фондовые биржи, финансовые брокеры, инвестиционные консультанты и пр.).

Общей характеристикой для всех групп институциональных инвесторов является аккумуляция ими временно свободных денежных средств (государства, фирм, населения) с последующим вложением их в экономику.

Вместе с тем каждая из указанных групп обладает собственной спецификой как в осуществлении присущих ей функций, так и в механизме аккумуляции инвестиционных ресурсов и их дальнейшем размещении.

Банки. Значительный инвестиционный потенциал концентрируется в учреждениях банковской системы, которые в отличие от многих других посреднических институтов обладают исключительными возможностями использования транзакционных денежных средств и кредитной эмиссии. Аккумулируя временно высвобождающиеся финансовые ресурсы, банки направляют их по каналам кредитной системы прежде всего в ключевые, наиболее динамично развивающиеся секторы и отрасли, способствуя тем самым осуществлению структурной перестройки экономики. Банковская система является важным источником удовлетворения инвестиционного спроса. Несмотря на относительно высокий уровень самофинансирования в странах с развитой рыночной экономикой, внутренние денежные ресурсы не покрывают общей потребности в инвестициях. Особенно очевидным этот разрыв становится при осуществлении крупных структурных сдвигов в хозяйственном организме стран, когда резко возрастает спрос на инвестиции.

Базовой основой банковской системы являются универсальные *коммерческие банки*, являющиеся многофункциональными учреждениями, оперирующими в различных секторах финансового рынка. Вместе с тем развитие тенденции к специализации банковских услуг привело к выделению специализированных *инвестиционных банков*. Особенностью деятельности инвестиционных банков является их ориентация на мобилизацию долгосрочного капитала и предоставление его путем выпуска и размещения акций, облигаций, других ценных бумаг, долгосрочного кредитования, а также обслуживание и участие в эмиссионно-учредительской деятельности нефинансовых компаний.

В современной кредитной системе существуют два вида инвестиционных банков. Банки первого вида осуществляют услуги, связанные исключительно с торговлей и размещением ценных бумаг, банки второго типа — с предоставлением среднесрочных и долгосрочных кредитов.

Инвестиционные банки первого вида получили распространение в Англии, Австралии, Канаде, США. Инвестиционным банкам данного типа, как правило, запрещается принимать вклады населения и фирм, их ресурсы формируются за

счет собственной эмиссионной деятельности (выпуска ценных бумаг) и привлечения кредитов других финансово-кредитных институтов. Инвестиционные банки выступают в качестве организаторов первичного и вторичного обращения ценных бумаг третьих лиц, гарантов эмиссии, посредников и кредиторов при осуществлении фондовых операций, активных участников рынка слияний и поглощений, агентов, приобретающих часть неразмещенных компанией ценных бумаг, а также финансовых консультантов по ценным бумагам и другим аспектам деятельности фирм и корпораций.

Инвестиционные банки первого вида функционируют в основном на первичном внебиржевом рынке ценных бумаг, осуществляя посредническую деятельность по размещению ценных бумаг. В качестве основных методов размещения ценных бумаг используются *андеррайтинг* (покупка всего выпуска ценных бумаг с последующей организацией его размещения на рынке), *прямое размещение* (при котором банки выступают лишь консультантами продавцов и покупателей ценных бумаг), *публичное размещение* (когда инвестиционные банки формируют группу для размещения ценных бумаг на рынке), *конкурентные торги* (где инвестиционные банки являются организаторами аукциона). При реализации крупных эмиссий ценных бумаг инвестиционные банки создают синдикаты и консорциумы. В настоящее время инвестиционные банки первого типа представляют собой мощные и динамично развивающиеся финансово-кредитные институты.

Инвестиционные банки второго вида получили развитие в ряде стран Западной Европы (Италии, Испании, Нидерландах, Норвегии, Португалии, Франции, Швеции) и развивающихся государствах. Основные задачи этих банков состоят в средне- и долгосрочном кредитовании различных секторов и отраслей экономики, реализации специальных целевых проектов в области передовых технологий, а также государственных программ стабилизации экономики и социально-экономического развития. Они занимаются различными операциями на рынке ссудного капитала, аккумулируя сбережения физических и юридических лиц, осуществляют предоставление среднесрочных и долгосрочных кредитов фирмам, вложения в государственные и частные ценные бумаги, другие финансовые услуги.

Следует отметить, что в ряде стран инвестиционные банки выполняют функции, характерные для инвестиционных банков обоих видов. В Англии, Канаде, США инвестиционных банков второго вида не существует, долгосрочное кредитование осуществляют другие типы финансово-кредитных институтов. В некоторых странах (Германия, Финляндия, Швейцария) функции инвестиционных банков выполняют коммерческие банки.

Специфическим инвестиционным институтом являются *ипотечные банки*. Они осуществляют кредитные операции по привлечению и размещению средств на долгосрочной основе под залог недвижимого имущества — земли и строений. Наряду с основной деятельностью ипотечные банки могут заниматься вложением средств в ценные бумаги, выдачей ссуд под залог ценных бумаг, другими финансовыми услугами. Ресурсы ипотечных банков в существенной степени формируются за счет средств, привлеченных от выпуска ипотечных облигаций, залладных листов. Эти долговые обязательства являются надежными твердопроцентными ценными бумагами, они обеспечены совокупностью ипотечных кредитов, выданных банком.

Небанковские финансово-кредитные институты. К небанковским финансово-кредитным институтам относят ломбарды, кредитные товарищества и союзы, общества взаимного кредита, страховые общества, пенсионные фонды, финансовые компании и др.

Ломбарды представляют собой кредитные учреждения, выдающие ссуды под залог движимого имущества. Исторически они возникли как частные предприятия ростовщического кредита. В современных условиях во многих странах в формировании капитала и функционировании ломбардов участвует государство. В зависимости от степени участия государства и частного капитала в их деятельности выделяются ломбарды государственные и коммунальные, частные и смешанного типа. Ломбарды специализируются на предоставлении потребительского кредита под обеспечение в виде залога движимого имущества. Практикуются также операции по хранению ценностей клиентов, а также продажа заложенного имущества на комиссионных началах. Данный круг операций определяет специфику организационной структуры ломбардов: кроме филиалов и отделений крупные ломбарды могут иметь сеть складов и магазинов.

К особенностям кредитных операций в ломбардах можно отнести отсутствие кредитного договора с клиентом и залогового обязательства. При выдаче ссуды под залог клиент получает залоговый билет, как правило, на предъявителя, имеющий регистрационный номер в журнале регистрации, где указываются реквизиты заемщика и основные условия сделки. По большинству кредитных сделок предусматривается льготный срок, только по истечении которого заложенное имущество может быть продано.

Кредитные товарищества создаются в целях кредитно-расчетного обслуживания своих членов: кооперативов, арендных предприятий, предприятий малого и среднего бизнеса, физических лиц. Капитал кредитных товариществ формируется путем покупки паев и оплаты обязательного вступительного взноса, который при выбытии не возвращается. Основные операции кредитных то-

вариществ включают предоставление ссуд, комиссионные и посреднические операции.

Кредитные союзы представляют собой кредитные кооперативы, организуемые группами частных лиц или мелких кредитных организаций. Они представлены двумя основными типами. *Кредитные союзы первого типа* организуются группой физических лиц, объединяемых по профессиональному или территориальному признаку. *Кредитные союзы второго типа* создаются в виде добровольных объединений ряда самостоятельных кредитных товариществ. Капитал кредитных союзов формируется путем оплаты паев, периодических взносов членов кредитных союзов, а также выпуска займов. Кредитные союзы осуществляют такие операции, как привлечение вкладов, предоставление ссуд под обеспечение членам союза, учет векселей, торгово-посреднические и комиссионные операции, консультационные и аудиторские услуги.

Общества взаимного кредита — это вид кредитных организаций, близких по характеру деятельности к коммерческим банкам, обслуживающим мелкий и средний бизнес. Участниками обществ взаимного кредита могут быть физические и юридические лица, формирующие за счет вступительных взносов капитал общества. При приеме в общество взаимного кредита приемный комитет оценивает кредитоспособность поступающего, представленные им гарантии или поручительства, имущественное обеспечение и определяет максимально допустимый размер открываемого ему кредита.

При вступлении член общества взаимного кредита вносит определенный процент открытого ему кредита в качестве оплаты паевого взноса, обязуется нести ответственность по своим долгам, а также операциям общества в размере открытого ему кредита. При выбытии из общества взаимного кредита его участник погашает сумму основного долга, приходящуюся на него часть долгов общества, после чего ему возвращаются вступительный взнос и заложенное имущество.

Страховые общества, реализуя страховые полисы, принимают от населения сбережения в виде регулярных взносов, которые затем помещаются в государственные и корпоративные ценные бумаги; закладные под жилые строения. Регулярный приток взносов, процентных доходов по облигациям и дивидендов по акциям, принадлежащим страховым компаниям, обеспечивает накопление устойчивых и крупных финансовых резервов.

Страховые общества могут быть организованы в форме акционерного общества или взаимной компании. В последнем случае владельцы страховых полисов являются совладельцами фирмы; накопленные взносы владельца страхового полиса рассматриваются как его пай во взаимной компании.

Частные пенсионные фонды представляют собой юридически самостоятельные фирмы, управляемые страховыми компаниями или траст-отделами коммерческих банков. Их ресурсы формируются на основе регулярных взносов работающих и отчислений фирм, образовавших пенсионный фонд, а также доходов по принадлежащим фонду ценным бумагам. Пенсионные фонды вкладывают средства в наиболее доходные виды частных ценных бумаг, государственные облигации, недвижимость. Они являются крупнейшим институциональным владельцем акций, концентрация акционерного контроля в них обычно превышает степень сосредоточения акций одной и той же фирмы у инвестиционных и страховых компаний. Доля вложений в высоколиквидные активы (текущие вклады, казначейские векселя и др.) сравнительно невелика. Пенсионные фонды отличаются устойчивым финансовым положением, продуманной инвестиционной стратегией.

Финансовые компании специализируются на кредитовании продаж потребительских товаров в рассрочку и выдаче потребительских ссуд. Источником ресурсов финансовых компаний являются собственные краткосрочные обязательства, размещаемые на рынке, и кредиты банков.

Инвестиционные институты. Инвестиционные институты представлены хозяйствующими субъектами (или физическими лицами), которые осуществляют деятельность на рынке ценных бумаг как исключительную, т.е. не допускается ее совмещение с другими видами деятельности. К инвестиционным институтам относят определенные виды специальных финансово-кредитных институтов (инвестиционные банки первого вида, инвестиционные компании и фонды), а также фондовые биржи, инвестиционных брокеров, дилеров, консультантов и др.

Инвестиционные компании и фонды представляют собой разновидность финансово-кредитных институтов, аккумулирующих средства частных инвесторов путем эмиссии собственных ценных бумаг и размещающих их в ценные бумаги других эмитентов. Инвестиционные компании и фонды могут выпускать ценные бумаги, в том числе инвестиционные сертификаты, размещаемые на фондовом рынке. Пределы их выпуска ограничиваются размером покрытия, обеспечиваемого портфелем ценных бумаг компании.

Инвестиционные компании — это объединения (корпорации), осуществляющие операции с ценными бумагами и выполняющие некоторые функции коммерческих банков. Они могут функционировать в виде финансовых групп, холдинговых и финансовых компаний. Инвестиционные фонды учреждаются в форме акционерного общества.

В зависимости от методов формирования ресурсов различают инвестиционные компании (фонды) открытого и закрытого типа. У *инвестиционных ком-*

паний открытого типа число акций, образующих акционерный капитал, изменяется в зависимости от спроса на эти акции. Компания в любой момент готова продать новые акции или выкупить свои акции у лиц, желающих их продать, что обеспечивает высокую ликвидность вложений вкладчиков. Акции этих компаний не обращаются на вторичном рынке. У *инвестиционных компаний закрытого типа* величина акционерного капитала является фиксированной. Курс акций определяется складывающимся на вторичном рынке соотношением спроса и предложения.

Важными преимуществами инвестиционных компаний, привлекающими вкладчиков, являются широкие возможности диверсификации портфеля ценных бумаг, квалифицированное управление фондовыми активами, что обеспечивает распределение рисков и повышение ликвидности инвестируемых средств. Мелкие и средние инвесторы, не обладающие значительными свободными денежными ресурсами и, следовательно, возможностями диверсификации своего портфеля ценных бумаг, приобретая акции инвестиционных компаний, получают возможность использовать более сбалансированный набор фондовых ценностей. В последнее время среди акционеров инвестиционных компаний увеличилась доля институциональных инвесторов, прежде всего, страховых компаний и пенсионных фондов.

Фондовая биржа выступает как особый институционально организованный рынок денных бумаг, функционирующий на основе централизованных предложений о купле-продаже ценных бумаг, выставляемых биржевыми брокерами по поручениям институциональных и индивидуальных инвесторов. В рыночной экономике значительная часть долгосрочных вложений капитала осуществляется посредством фондовой биржи.

Биржевые фондовые операции опосредствуют привлечение денежных ресурсов и их перераспределение между различными секторами и отраслями экономики. Фондовая биржа способствует установлению постоянных и единообразных правил заключения сделок купли-продажи ценных бумаг. Она выступает в качестве торгового, профессионального, нормативного и технологического «ядра» рынка ценных бумаг. В функции фондовой биржи входит обеспечение постоянства, ликвидности и регулирования рынка, учет рыночной конъюнктуры, котировка акций. Динамика курсов ценных бумаг на фондовой бирже отражает направления эффективного вложения капиталов и является индикатором состояния рынка в целом.

Инвестиционные дилеры и брокеры представлены профессиональными организациями, ведущими посредническую деятельность на фондовом рынке, или отдельными физическими лицами. *Инвестиционный дилер* осуществляет покупку ценных бумаг от своего имени и за свой счет с целью их последующего

размещения среди инвесторов. *Инвестиционный брокер* занимается сведением покупателей и продавцов ценных бумаг и осуществлением сделок с ценными бумагами за комиссионное вознаграждение.

1.1.3. Кредитный и фондовый варианты инвестирования

Мобилизованный финансовыми посредниками инвестиционный капитал может размещаться в форме займов, выпуска акций, покупки облигаций, других ценных бумаг и т.д. В зависимости от способа трансформации сбережений в инвестиции выделяют два сегмента финансового рынка: *кредитный рынок*, где передача денежных средств опосредствуется кредитно-финансовыми институтами, и *фондовый рынок*, где перераспределение инвестиционного капитала осуществляется путем выпуска и продажи ценных бумаг.

Первый вариант инвестирования играет заметную роль в странах с развитой экономикой, где доля кредита в финансировании затрат хозяйства в зависимости от соотношения объемов финансирования через фондовый и кредитный рынок колеблется от 25-30% до 50—60% и значительна доля вкладов населения в пассивах банков. Так, в Японии она достигает 70% общих ресурсов банковской системы. Привлекательность данного способа передачи сбережений для их владельцев обусловлена тем, что он обеспечивает высокую ликвидность вложений, их надежность (риск невозврата вложенных средств перекладывается на финансово-кредитные институты) и доступность для широких слоев мелких вкладчиков, что компенсирует менее высокую по сравнению с вложениями в ценные бумаги доходность.

Использование механизма фондового рынка — важной формы мобилизации средств в рыночной экономике — позволяет фирмам аккумулировать значительные объемы средств на длительные или неограниченные (при эмиссии акций) сроки. В США данный источник инвестирования составляет 18% общего объема капитальных вложений корпорации.

Модель инвестирования может быть представлена следующим образом: мобилизация инвестиционных ресурсов — вложение их в кредиты, ценные бумаги производственных, финансовых, государственных и муниципальных органов. Она действует эффективно лишь при реальном воспроизводстве. При этом происходит перераспределение средств между различными секторами экономики исходя из рыночных критериев привлекательности вложений, ориентированных на достижение максимальной прибыльности при допустимом уровне риска. Кроме того, в самих секторах выделяются лидеры, предлагающие наиболее перспективные и качественные товары. В результате между различными подразделениями воспроизводства поддерживается определенное соот-

ношение, отражающее инвестиционные предпочтения экономических субъектов.

Контрольные вопросы

1. Поясните, как формируется инфраструктура инвестиционного процесса.
2. Перечислите виды финансовых посредников в инвестиционном процессе.
3. Поясните роль финансового посредника в инвестиционном процессе.
4. Охарактеризуйте роль коммерческих и инвестиционных банков в инвестиционном процессе.
5. Охарактеризуйте роль небанковских финансово-кредитных институтов в инвестиционном процессе.
6. Охарактеризуйте роль инвестиционных институтов в инвестиционном процессе.
7. Поясните различия кредитного и фондового вариантов инвестирования.

1.2. Инвестиционный процесс и механизм инвестиционного рынка

Инвестиционный процесс выступает как совокупное движение инвестиций различных форм и уровней. Осуществление инвестиционного процесса в экономике любого типа предполагает наличие ряда условий, основными из которых являются достаточный для функционирования инвестиционной сферы ресурсный потенциал; существование экономических субъектов, способных обеспечить инвестиционный процесс в необходимых масштабах; механизм трансформации инвестиционных ресурсов в объекты инвестиционной деятельности.

В рыночном хозяйстве инвестиционный процесс реализуется посредством механизма инвестиционного рынка.

1.2.1. Инвестиционный рынок: общие положения

Инвестиционный рынок — сложное динамическое экономическое явление, которое характеризуется такими основными элементами, как инвестиционный спрос и предложение, конкуренция, цена.

Условия осуществления инвестиционного процесса в рыночной экономике приобретают специфические формы, отражающие особенности взаимодействия субъектов инвестирования в системе рыночных отношений [24]:

-наличие значительного инвестиционного капитала с диверсифицированной по формам собственности структурой, характеризующейся преобладанием частного инвестиционного капитала по сравнению с государственным;

-многообразие субъектов инвестиционной деятельности в аспекте отношений собственности и институциональной организации, разделение функций государства и частных инвесторов в инвестиционном процессе; наличие разветв-

ленной сети финансовых посредников, способствующих реализации инвестиционного спроса и предложения;

-наличие развитого многосегментного рынка объектов инвестиционной деятельности, выступающих в форме инвестиционных товаров;

-распределение инвестиционного капитала по объектам инвестирования в соответствии с экономическими критериями оценки привлекательности инвестиций через механизм инвестиционного рынка.

В экономических публикациях встречаются различные подходы к пониманию инвестиционного рынка. В отечественной экономической литературе, где в последние годы термин «инвестиционный рынок» получил широкое распространение, его наиболее часто рассматривают как рынок инвестиционных товаров. Причем одни авторы, отождествляющие понятие «инвестиции» с понятием «капитальные вложения», под инвестиционными товарами подразумевают только определенные разновидности объектов вложений (основной капитал, строительные материалы и строительно-монтажные работы), другие трактуют инвестиционный рынок более широко — как рынок объектов инвестирования во всех его формах. Зарубежные экономисты под инвестиционным рынком, как правило, понимают фондовый рынок, так как доминирующей формой инвестиций в развитом рыночном хозяйстве являются вложения в ценные бумаги.

В наиболее общем виде инвестиционный рынок может рассматриваться как форма взаимодействия субъектов инвестиционной деятельности, воплощающих инвестиционный спрос и инвестиционное предложение. Он характеризуется определенным соотношением спроса и предложения, уровнем цен, конкуренции и объемами реализации.

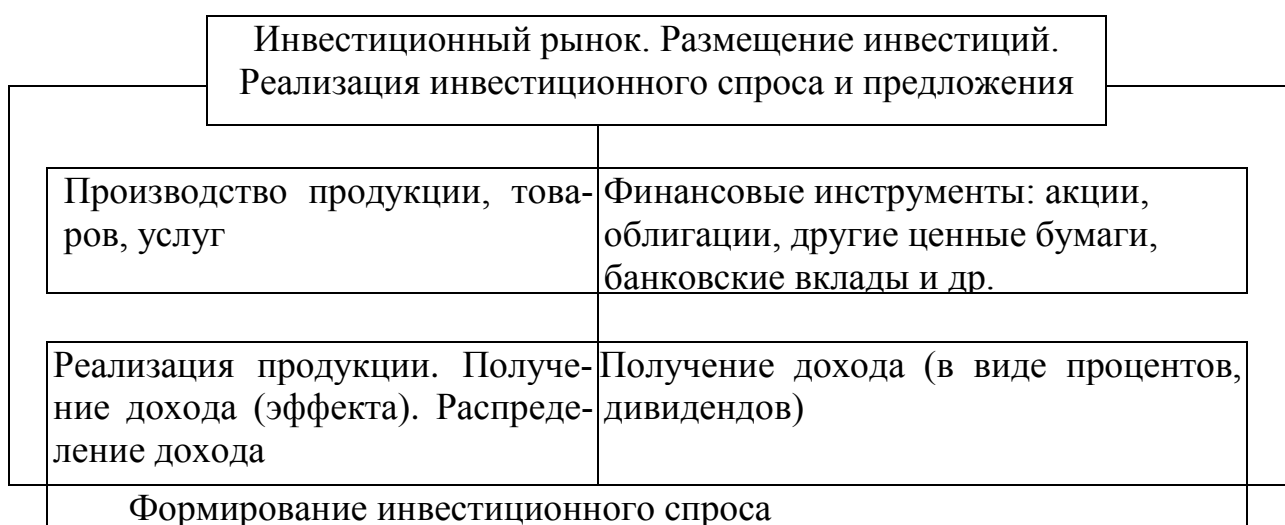


Рис. 1. Движение инвестиций в рыночной экономике

Посредством инвестиционного рынка в рыночной экономике осуществляется кругооборот инвестиций, происходит преобразование инвестиционных ресурсов (инвестиционный спрос) во вложения, определяющие будущий прирост капитальной стоимости (реализованный инвестиционный спрос и предложение). При этом движение инвестиций происходит по схеме, приведенной на рис. 1.

1.2.2. Конъюнктура инвестиционного рынка

Конъюнктура инвестиционного рынка — совокупность факторов, удерживающих сложившееся соотношение спроса, предложения, уровня конкуренции и объемов реализации на инвестиционном рынке или сегменте инвестиционного рынка [26].

Циклическое развитие и постоянная изменчивость инвестиционного рынка обуславливают необходимость постоянного изучения текущей конъюнктуры, выявления основных тенденций ее развития и прогнозирования будущей конъюнктуры. Конъюнктурный цикл инвестиционного рынка включает четыре стадии: подъем, конъюнктурный бум, ослабление и спад конъюнктуры.

Подъем конъюнктуры инвестиционного рынка происходит, как правило, в связи с общим повышением деловой активности в экономике. Он проявляется в увеличении спроса на объекты инвестирования, росте цен на них, оживлении инвестиционного рынка.

Конъюнктурный бум выражается в резком возрастании объемов реализации на инвестиционном рынке, увеличении предложения и спроса на объекты инвестирования при опережающем росте последнего, соответствующем повышении цен на объекты инвестирования, доходов инвесторов и инвестиционных посредников.

Ослабление конъюнктуры имеет место при снижении инвестиционной активности в результате общеэкономического спада. Данная стадия характеризуется относительно полным удовлетворением спроса и предложения на объекты инвестирования при превышении предложения. На стадии конъюнктурного спада цены на инвестиционные объекты существенно снижаются, доходы инвесторов и инвестиционных посредников падают до самых низких значений, инвестиционная деятельность в ряде случаев становится убыточной.

Инвестиционный спрос. Различают потенциальный и реальный инвестиционный спрос. *Потенциальный инвестиционный спрос* отражает величину аккумулированного экономическими субъектами дохода, который может быть направлен на инвестирование и составляет потенциальный инвестиционный капитал. *Реальный инвестиционный спрос* характеризует действительную потребность хозяйственных субъектов в инвестировании и представляет собой

инвестиционные ресурсы, которые непосредственно предназначены для инвестиционных целей, — планируемые или преднамеренные инвестиции.

Инвестиционное предложение. Инвестиционное предложение составляет совокупность объектов инвестирования во всех его формах: вновь создаваемые и реконструируемые основные фонды, оборотные средства, ценные бумаги, научно-техническая продукция, имущественные и интеллектуальные права и др. Объекты инвестиционной деятельности отражают спрос на инвестиционный капитал.

Воплощая инвестиционный спрос и предложение, инвестиционный капитал и объекты инвестиционной деятельности, выступающие в форме инвестиционных товаров, находятся на противостоящих полюсах инвестиционного рынка. В зависимости от исходной позиции анализа инвестиционный рынок можно рассматривать в двух аспектах: как рынок инвестиционного капитала, размещаемого инвесторами, и как рынок инвестиционных товаров, представляющих объекты вложений инвесторов. Данный подход обусловлен рассмотренным выше двойственным характером инвестиций, выступающих, с одной стороны, как ресурсы (инвестиционный капитал), а с другой стороны, как вложения (инвестиционные товары), и отражает специфику инвестиций в рыночных условиях.

Рынок инвестиционного капитала. На рынке инвестиционного капитала осуществляется движение инвестиций. Он характеризуется предложением инвестиционного капитала со стороны инвесторов, выступающих при этом в роли продавцов, и спросом на инвестиции со стороны субъектов инвестиционной деятельности, выступающих в роли покупателей.

Инвестиционный капитал составляют элементы капитальных ценностей, которые могут принимать как материальную, так и денежную форму. Несмотря на разнообразие форм инвестиций, как уже отмечалось, все они являются результатом накопления капитала. Обмен инвестиций на рынке инвестиционного капитала производится исходя из ожидаемой отдачи от них в будущем, которая должна превосходить доход.

Рынок инвестиционных товаров. Рынок инвестиционных товаров предполагает процесс обмена объектов инвестиционной деятельности. На этом рынке инвестиционный спрос представляют инвесторы, выступающие как покупатели инвестиционных товаров, а инвестиционное предложение — производители инвестиционных товаров или другие участники инвестиционной деятельности, являющиеся продавцами объектов вложений для инвесторов.

Инвестиционные товары. Объекты инвестиционных вложений составляют особый вид товаров, представленных элементами капитального имущества, которые в отличие от потребительских товаров используются в различных

сферах экономической деятельности с целью получения дохода (эффекта) в перспективе.

Инвестиционные товары, как и инвестиции, характеризуются качественной разнородностью. Они могут существовать в материальной форме (элементы физического капитала), в денежной форме (деньги, целевые денежные вклады, паи, ценные бумаги), а также в материальной и в денежной форме (основной и оборотный капитал, научно-техническая продукция и т.д.). Их обобщающей характеристикой является способность приносить доход.

Определенные виды инвестиций и инвестиционных товаров в силу их связанности в производительной форме не могут непосредственно обращаться на инвестиционном рынке. В странах с развитой рыночной экономикой они обычно замещаются на рынке долговыми обязательствами или свидетельствами о вложении капитала, дающими право на присвоение дохода (долговыми и долевыми ценными бумагами). Обращаясь на инвестиционных рынках, финансовые инструменты, возникшие на основе реального капитала и являющиеся его представителями, приобретают самостоятельное значение, собственные формы и закономерности функционирования.

1.2.3. Структура инвестиционного рынка

Обособление реального и финансового капиталов лежит в основе выделения двух основных форм функционирования инвестиционного рынка: первичного — в форме оборота реального капитала и вторичного — в форме обращения опосредствующих перелив реального капитала финансовых активов. С возрастанием роли научно-технического прогресса в общественном воспроизводстве возникает инновационный сегмент инвестиционного рынка, связанный с вложениями в определенные виды реальных нематериальных активов — научно-техническую продукцию, интеллектуальный потенциал.

Многообразие форм инвестиций и инвестиционных товаров обуславливает сложную структуру инвестиционных рынков, которые могут быть классифицированы по различным критериям. Обобщающим признаком этой классификации является выделение основных объектов инвестирования (рис. 2).

Исходя из этого инвестиционный рынок может рассматриваться как совокупность рынков объектов реального и финансового инвестирования. В свою очередь рынок объектов реального инвестирования включает рынок капитальных вложений, недвижимого имущества, прочих объектов реального инвестирования, рынок объектов финансового инвестирования — фондовый рынок, денежный рынок и др.

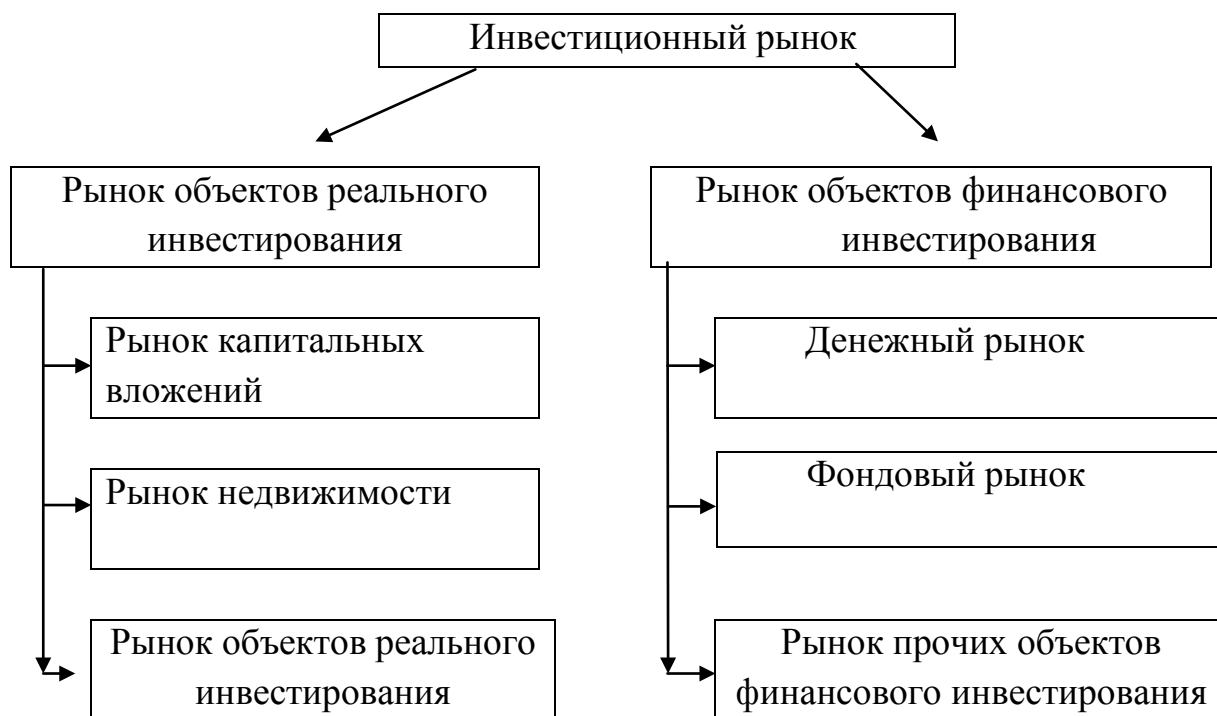


Рис. 2. Структура инвестиционного рынка

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятию «инвестиционный процесс».
2. Какие условия необходимы для осуществления инвестиционного процесса в рыночной экономике.
3. Дайте определение понятию «инвестиционный рынок».
4. Поясните, как происходит движение инвестиций в экономике.
5. Дайте определение понятию «конъюнктура инвестиционного рынка».
6. Поясните причины циклического характера изменений конъюнктуры инвестиционного рынка.
7. Объясните разницу в понятиях «потенциальный инвестиционный спрос» и «реальный инвестиционный спрос».
8. Дайте определение понятию «инвестиционное предложение».
9. Охарактеризуйте структуру инвестиционного рынка.
10. Поясните основные различия рынка инвестиционных товаров и рынка инвестиционного капитала.

1.3. Равновесие на инвестиционном рынке

Функционирование инвестиционного рынка складывается под воздействием множества факторов различного характера и направленности.

Основным фактором, определяющим в конечном счете общее состояние и масштабы инвестиционного рынка, выступает формирование совокупного инвестиционного спроса и предложения [24].

1.3.1. Динамизм спроса и предложения

Западные экономические теории при анализе проблем инвестирования исходят из модели рынка совершенной конкуренции, которому внутренне присущи подвижность и дискретность инвестиционного спроса и предложения.

Различные направления экономической мысли неоднозначно определяют характер причинно-следственных связей в исследуемых экономических процессах. Если отправным пунктом кейнсианской теории является изменчивость инвестиционного спроса, то неоклассическая концепция, а также теория экономики предложения определяющую роль отводят предложению, в том числе инвестиционных ресурсов. Однако, несмотря на различия в подходах к выбору объекта исследования и, соответственно, в трактовке основных рыночных связей и зависимостей, в любом случае в качестве основополагающего условия функционирования инвестиционного рынка, обеспечивающего возможность его сбалансированности и регулирования, рассматривается способность спроса и предложения реагировать на изменившуюся рыночную ситуацию, их динамизм.

Динамизм спроса и предложения выступает как общая закономерность развития инвестиционного рынка в условиях свободной конкуренции. В реальной экономической действительности возможность реализации этой закономерности зависит от степени монополизации рынка; в условиях ограничения конкуренции, когда гибкость элементов рынка в существенной степени утрачивается, она проявляется лишь как тенденция.

Анализ рассматриваемой закономерности предполагает выявление действия механизмов, формирующих и изменяющих равновесие на инвестиционном рынке, факторов, обуславливающих изменчивость инвестиционного спроса и предложения.

Факторы, определяющие формирование инвестиционного спроса

Инвестиционный спрос характеризуется высокой степенью подвижности и формируется под воздействием целого комплекса факторов, среди которых можно условно выделить макро- и микроэкономические факторы.

На макроэкономическом уровне факторами, определяющими инвестиционный спрос, являются национальный объем производства, величина накопленных, денежных доходов населения, распределение получаемых доходов на потребление и сбережение, ожидаемый темп инфляции, ставка ссудного процента, налоговая политика государства, условия финансового рынка, обменный курс денежной единицы, воздействие иностранных инвесторов, изменение экономической и политической ситуации и др. Рассмотрим основные макроэкономические факторы, влияющие на инвестиционный спрос.

Важным макроэкономическим показателем, воздействующим на инвестиционный спрос, является объем произведенного национального продукта. Его увеличение при прочих равных условиях ведет к возрастанию инвестиционного спроса, и наоборот (рис. 3). В таком же направлении действует изменение величины накопления, денежных доходов населения. Вместе с тем определяющее значение имеют не столько абсолютные размеры этих показателей, сколько относительные: соотношение между накоплением и потреблением в рамках используемого национального продукта, распределение полученного дохода на сбережение и потребление.

Сбережения, под которыми в рыночной экономике понимается часть дохода, не используемая для потребления, являются источником инвестиционных ресурсов. Величина реальных ресурсов для сбережений, которыми располагает экономика на каждом конкретном этапе ее развития, в решающей степени зависит от того, какие приоритеты лежат в основе распределения произведенного продукта — текущее потребление или накопление.

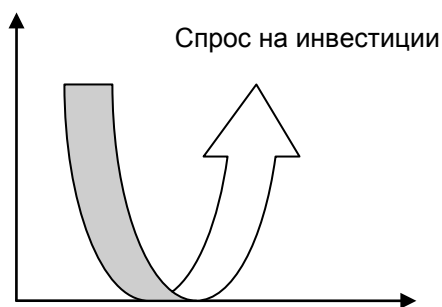
В свою очередь изменение нормы сбережений существенно влияет на сдвиги в структуре общественного продукта. При уменьшении нормы сбережений происходит рост потребления и снижение уровня инвестиций, в результате чего выбытие капитала превышает инвестиции. Это вызывает нарушение равновесия в экономике. По мере уменьшения сбережений объемы производства, инвестиций и потребления также снижаются: происходит восстановление равновесия на ином технологическом уровне.

Увеличение нормы сбережения обуславливает другой сценарий экономического развития, характеризующийся падением уровня потребления и увеличением уровня инвестиций. Рост инвестиций через определенный временной лаг приводит к накоплению капитала в производстве, уровень накопления и уровень инвестиций повышаются до тех пор, пока не достигнут оптимального с позиции устойчивости экономики значения. При этом в результате роста сбережений обеспечивается более высокий уровень потребления.

Опыт развитых стран показывает, что те из них, которые при проведении структурной перестройки экономики направляли значительную часть созданного дохода общества на сбережения, канализируя их в инвестиции, достигали высокого уровня среднедушевого дохода. Обнаруживается достаточно тесная положительная зависимость между долей конечного продукта, используемого на инвестиции, и уровнем среднедушевого дохода.

Аналогичное воздействие на динамику инвестиций оказывает распределение доходов населения на сбережение и потребление. Известное положение Дж. М. Кейнса о росте сбережений по мере увеличения получаемого дохода не подтвердилось статистическими исследованиями в этой области.

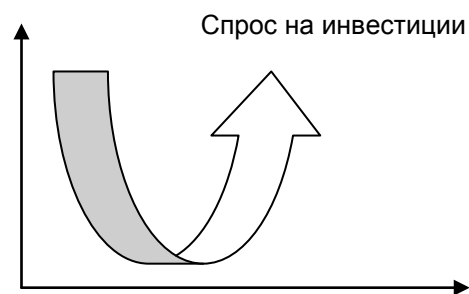
Объем ВВП, ден.ед.



Объем инвестиций, ден. ед.

а

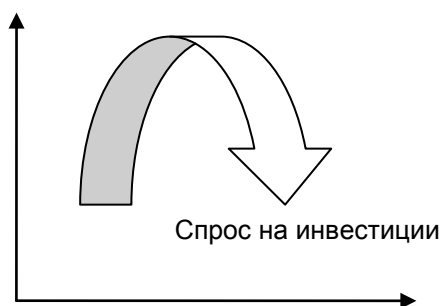
Доля сбережений в доходах, %



Объем инвестиций, ден. ед.

б

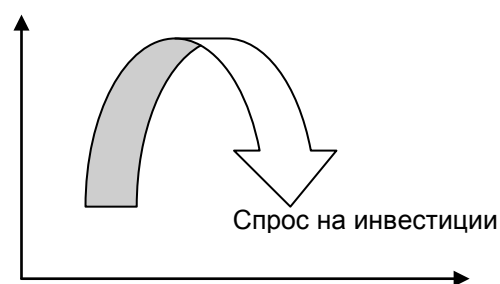
Ожидаемый темп инфляции, %



Объем инвестиций, ден. ед.

в

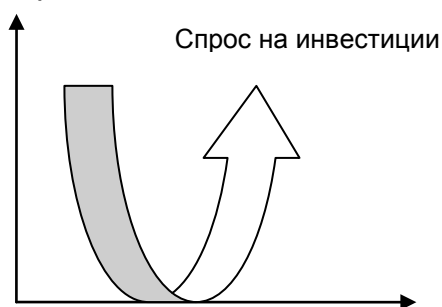
Ставка ссудного процента, %



Объем инвестиций, ден. ед.

г

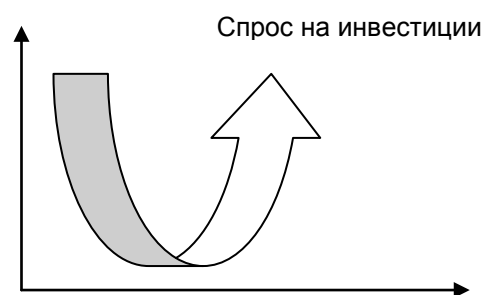
Норма ожидаемой чистой прибыли, %



Объем инвестиций, ден. ед.

д

Издержки, ден. ед.



Объем инвестиций, ден. ед.

е

Рис. 3. Влияние на инвестиционный спрос: *а* - изменение объема ВВП; *б* - доли сбережений в доходах; *в* - изменений ожидаемого темпа инфляции; *г* - ставки ссудного процента; *д* - нормы ожидаемой чистой прибыли; *е* - изменений издержек производства

Прибыль при прочих равных условиях ведет к увеличению на предприятиях доли накоплений, направляемых на инвестирование.

Ставка ссудного процента определяет цену заемных средств для инвесторов. Повышение процентной ставки усиливает мотивацию к сбережениям и одновременно ограничивает инвестиции, делая их нерентабельными. При снижении ставки ссудного процента инвестирование оказывается более прибыльным, поэтому уменьшение ставки ссудного процента ведет к росту инвестиций (рис. 3).

Однако снижение ставки процента как фактор активизации инвестиций имеет объективные пределы, поскольку на определенном этапе снижения процентной ставки возрастают предпочтения экономических агентов к хранению денег в более ликвидной наличной форме (теория ликвидности Дж.М. Кейнса) и увеличивается отвлечение средств в сферу спекуляций ценными бумагами. В связи с этим возникает проблема определения оптимального в данных условиях уровня процентной ставки, так как чрезмерное повышение или понижение ставки процента наносит ущерб инвестиционной активности. Таким образом, воздействие процентной ставки на инвестиционный спрос в целом неоднозначно. Результаты ряда эмпирических исследований показывают, что зависимость динамики инвестиций от изменения нормы процента не носит четко выраженного характера. Определение воздействия процентной ставки на динамику инвестиционного спроса будет неполным без выяснения ее соотношения с нормой ожидаемой прибыли. Вместе с тем при принятии инвестиционных решений существенную роль играет не номинальная, а реальная ставка процента, поскольку фактор инфляции искажает действительные ориентиры, без его учета при сопоставлении ставки ссудного процента с нормой ожидаемой чистой прибыли может быть получен неверный результат.

Прибыль играет двойственную роль в инвестиционной деятельности; с одной стороны, она может рассматриваться как источник финансирования инвестиций, а с другой, — как цель инвестирования. Исследования, связанные с решением сложных задач математической формализации уровня и динамики инвестиционного спроса, выявлением основных параметров, определяющих инвестиционный спрос, свидетельствуют о существовании определенной зависимости между прибылью и инвестициями.

В зависимости от задач анализа зарубежными исследователями получены различные инвестиционные функции, где одними из ключевых параметров изменения инвестиционного спроса являются чистая прибыль, динамика нормы прибыли или величина ожидаемой прибыли. В наиболее общем виде инвестиционные функции могут быть представлены следующим образом [26]:

$$I_t = f(I^{t-1}, P_s^{t-1}, K^{t-1}); \quad (1)$$

$$I_t = f[I^{t-1}, K^{t-1}, (P^t - N^t + D^t) / i^t]; \quad (2)$$

$$I_t = f[(V^t - V^{t-1}) + I_t^t]; \quad (3)$$

где I_t — чистые инвестиции;

P_s^{t-1} - объем чистой прибыли с временным лагом $t - 1$;

P^t — объем валовой прибыли;

K^{t-1} — накопленный основной капитал на конец периода $t - 1$;

N^t — налоги и трансферты государству в текущих ценах;

D^t — объем амортизационных отчислений;

i^t — индекс цен на инвестиционные товары;

V^t — показатель биржевой котировки курса акций;

I_t^t — инвестиции на возмещение выбытия основного капитала;

I^{t-1} - чистые инвестиции в периоде $t - 1$;

V^{t-1} — показатель биржевой котировки в периоде $t - 1$.

Инвестиционные функции (1) и (2) характеризуют зависимость чистых инвестиций от объема инвестиций предшествующего периода, величины накопленного основного капитала и чистой прибыли. В зависимости от целей исследования они могут быть дополнены включением в состав параметров такого показателя, как ставка процента по долгосрочным ссудам банков.

Особое место в инвестиционных функциях (1) и (2) занимает параметр накопленного в экономике основного капитала, включаемый в инвестиционные уравнения с отрицательной обратной связью. Он отражает процессы накопления капитала в ходе экономического цикла и их связь с динамикой нормы прибыли. В приближенном виде этот механизм выражается в следующем. Рост нормы прибыли обуславливает активизацию инвестиционного спроса и возрастание чистых инвестиций, что ведет к ускорению роста основного капитала. Рост основного капитала через определенный временной лаг начинает оказывать воздействие на норму прибыли в сторону ее понижения, что в свою очередь вызывает сжатие инвестиций и тем самым замедление темпов роста основного капитала. Сокращение основного капитала определяет создание предпосылок для последующего циклического увеличения нормы прибыли в экономике, что ведет к развитию следующего цикла. Таким образом, механизм инвестирования в основной капитал генерирует цикл деловой конъюнктуры и является одним из механизмов положительных обратных связей в рыночной экономике.

Инвестиционная функция (3) отражает модель инвестирования, основанную на величине ожидаемой прибыли. В качестве меры ожидаемой в будущем прибыли используется показатель биржевой котировки курса акций компаний, представляющий собой текущую оценку будущего потока доходов соответствующей компании на основе биржевых показателей ценных бумаг. Сложность

построения агрегированного показателя биржевой котировки акций всех частных компаний определяет достаточно узкую область применения данной инвестиционной функции — на уровне отдельных фирм.

Норма ожидаемой прибыли относится к факторам, воздействующим на инвестиционный спрос на микроэкономическом уровне. К ним также следует отнести издержки на осуществление инвестиций, ожидания, изменения в технологии и др.

Норма ожидаемой чистой прибыли имеет особое значение в системе микроэкономических факторов. Это обусловлено тем, что именно прибыль является побудительным мотивом осуществления инвестиций. Инвесторы производят вложения лишь тогда, когда ожидают, что доход, полученный от инвестирования, будет превосходить затраты. Поэтому чем выше норма ожидаемой чистой прибыли, тем больше инвестиционный спрос (рис. 3, д).

При этом эффективное инвестирование будет иметь место лишь в том случае, если норма ожидаемой чистой прибыли превышает реальную ставку процента, иначе привлечение заемных средств теряет экономический смысл. Сопоставление нормы ожидаемой чистой прибыли со ставкой ссудного процента осуществляется предприятиями даже при использовании собственных средств. Прибыль будет инвестирована в собственную фирму, если уровень отдачи от инвестиций окажется выше ставки ссудного процента, в противном случае она будет размещена на рынке капиталов.

Таким образом, процентная ставка является критерием эффективности инвестирования. Эффективность инвестиционного проекта не может опуститься ниже ставки ссудного процента. Являясь основой оценки инвестиционных активов как объектов вложения капитала, процентная ставка выполняет еще одну важную функцию: может быть средством «актуализации» всех остальных доходов, выступая как метод оценки каждого дохода во времени.

Следующий фактор, воздействующий на инвестиционный спрос, — издержки на осуществление инвестиций. Учет этого фактора производится при исчислении нормы ожидаемой чистой прибыли по каждому инвестиционному проекту. Возрастание затрат вызывает снижение нормы ожидаемой чистой прибыли, и наоборот (рис. 3, е). При этом, поскольку значительная доля инвестиционных вложений носит долгосрочный характер, во внимание принимается и фактор времени. В целом чем больше объем издержек на осуществление инвестиций и срок их окупаемости, тем ниже уровень инвестиционного спроса.

На объем инвестиций влияют также ожидания предпринимателей, основанные на прогнозах будущего спроса, объема продаж, рентабельности. Отдача от инвестирования будет зависеть от увеличения этих показателей, поэтому рост оптимистических ожиданий ведет к возрастанию инвестиционного спроса.

Наибольшая отдача связана с инвестициями в инновационную продукцию, обеспечивающими снижение издержек производства, повышение качества продукции и нормы ожидаемой чистой прибыли. Поэтому изменения в технологии являются фактором, стимулирующим инвестиционный спрос.

Таким образом, инвестиционный спрос складывается под воздействием разнородных и разнонаправленных факторов, определяющих его гибкость и динамизм.

1.3.2. Особенности формирования инвестиционного предложения

Формирование инвестиционного предложения имеет ряд отличительных особенностей. С одной стороны, как предложение товаров оно обусловлено таким фактором, как цена, а также неценовыми составляющими: издержками, совершенствованием технологии, налоговой политикой, ожиданием, уровнем конкуренции и др. С другой стороны, инвестиционное предложение выступает как специфическое товарное предложение, поскольку инвестиционные товары отличает способность приносить доход. Это определяет качественную особенность такого фактора, как цена на инвестиционные товары, которая складывается в зависимости от нормы доходности.

Норма доходности лежит в основе цены финансовых инструментов, опосредствующих движение реального капитала. Рыночная цена финансовых активов свидетельствует о степени привлекательности вложений в инвестиционные товары.

Существенное воздействие на инвестиционное предложение оказывает ставка процента по депозитным вкладам в банковскую систему, величина которой определяет сбережения домашних хозяйств. Развитие фондового рынка и рынка ссудных капиталов выступает поэтому важным условием стимулирования инвестиционного предложения.

Поскольку при определенном составе инвестиционного предложения инвестиционный спрос ориентирован на более доходные активы, объем и структура инвестиционного предложения воздействуют на объем и структуру инвестиционного спроса. Инвестиционное предложение является основным фактором, определяющим масштабы функционирования инвестиционного рынка, поскольку вызывает изменение спроса на инвестиционные товары. Механизм обратной связи не столь выражен; он проявляется лишь в условиях свободного конкурентного рынка.

1.3.3. Механизм равновесных цен на инвестиционном рынке

Сбалансированность инвестиционного спроса и предложения может быть достигнута лишь в общих масштабах инвестиционного рынка. Их выравнивание происходит в рыночной системе посредством установления равновесных

цен. Действие механизма равновесных цен присуще только свободному конкурентному рынку. Этот механизм предполагает изменение цен на инвестиционные товары и капитал на основе балансирования спроса и предложения до тех пор, пока не установится динамическое равновесие на инвестиционном рынке, т.е. не будут достигнуты равновесные цены на инвестиционный капитал и инвестиционные товары и синхронизация решений об их купле и продаже [27].

Действие механизма равновесных цен на инвестиционном рынке отражает специфику инвестиционных товаров. Последняя, как отмечалось, состоит в способности инвестиционных товаров приносить доход. Стремление к получению наибольшего дохода при меньших затратах лежит в основе решений экономических субъектов об инвестировании. При определенной структуре инвестиционного предложения инвесторы окажут предпочтение тем инвестиционным товарам, которые обеспечат наибольшую норму чистой прибыли на вложенный капитал при минимальном риске вложений. Высокая рыночная цена инвестиционных товаров, обусловленная их доходностью, служит импульсом для направления значительных масс инвестиционного капитала в эти объекты вложения. Перемещение инвестиционного капитала приводит к превышению инвестиционного спроса над предложением данных товаров, что при прочих равных условиях инициирует эффект повышения цены и эффект увеличения предложения. При увеличении предложения данных инвестиционных товаров рыночный механизм вызовет снижение их цены. Поэтому произойдет перелив инвестиционного капитала в более доходные сферы инвестиционной деятельности. Рассматриваемый процесс завершится установлением динамического равновесия на инвестиционном рынке.

Таким образом, равновесие в условиях чисто конкурентного рынка предполагает, что принятие решений об инвестировании, вытекающее из сравнения ожидаемого уровня ставки ссудного процента и маржинальной эффективности капитала, ведет к оптимальному распределению планируемых инвестиций в соответствии с перспективой роста рентабельности. Понимаемое таким образом равновесие выступает как идеальная экономическая система, которая характеризуется совокупной пропорциональностью инвестиционных ресурсов и их использования, оптимальной реализацией экономических интересов субъектов инвестиционной деятельности.

В действительности структура инвестиционного рынка далека от идеальной модели. Отсутствие чистой конкуренции ограничивает динамизм инвестиционного спроса и предложения, уменьшает возможности их балансирования, а следовательно, и установления цены на равновесном уровне. Потенциальные участники инвестиционной деятельности не имеют равного доступа к инвестиционному рынку, различаются их возможности получить инвестиционные то-

вары по рыночной цене. Крупные олигополистические инвесторы находятся в более благоприятном положении, чем конкурирующие, так как, контролируя предложение и манипулируя ценами, они могут перекладывать свои затраты на потребителей. Кроме того, вследствие своего высокого рейтинга они могут использовать средства финансового рынка на более выгодных условиях, чем другие фирмы, норма ожидаемой чистой прибыли которых может быть выше.

Отсюда следует, что в реальной экономической практике инвестиционный рынок не выполняет идеально функцию оптимального распределения инвестиций. Это, однако, не исключает необходимости абстрактного моделирования экономических процессов, поскольку именно на данной основе можно выявить существенные связи, закономерности, определить условия равновесия элементов, из которых складывается совокупность экономических явлений согласно закону свободной конкуренции.

1.3.4. Модель Дж. Хикса IS—LM

Равновесие на инвестиционном рынке выступает как частичное макроэкономическое равновесие [26]. Вместе с тем оно является существенным условием более общего экономического равновесия. Так, в известной модели IS-LM (инвестиции — сбережения — ликвидность — деньги), предложенной нобелевским лауреатом Дж. Хиксом, равновесие на инвестиционном рынке означает равновесие и товарных рынков, в связи с чем данная модель получила название модели двойного равновесия товарных и денежных рынков (рис. 4).

Модель IS-LM отражает существенные связи между инвестиционным и денежным рынками. Эта зависимость является важнейшей особенностью инвестиционного рынка. В ее основе лежит использование в качестве основных макроэкономических характеристик инвестиционного и денежного рынка общих для них параметров: процентной ставки и объема общественного производства.

Равновесие на инвестиционном рынке достигается при равенстве инвестиций и сбережений. Объем инвестиций, как отмечалось, определяется различными факторами. Однако при исследовании экономических зависимостей изучаемая связь выделяется путем функционального объединения только нескольких переменных, а не всей их совокупности, которая рассматривается как неизменная.

Из множества макроэкономических факторов, воздействующих на инвестиции, в качестве эндогенных переменных используются объем общественного производства Q и процентная ставка r . Остальные факторы учитывают в качестве экзогенных переменных. При этом формула инвестиций приобретает вид:

$$I = \bar{I} + I(Q, r) \text{ или } I = \bar{I} + I(Q) + I(r), \quad (4)$$

где \bar{I} — часть инвестиций, определяемая экзогенными переменными.

Кривая IS выражает такую комбинацию национального объема производства и процентной ставки, при которой инвестиции равны сбережениям.

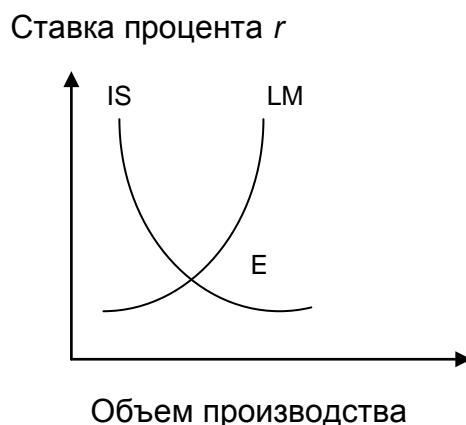


Рис. 4. Модель IS-LM

Равновесие на денежном рынке предполагает равенство предложения денег M_s и спроса на деньги M_d . Последний складывается из спроса на деньги со стороны сделок, который находится в прямой зависимости от национального объема производства Q , и спроса на деньги со стороны активов, обратно пропорционального ставке ссудного процента r . Отсюда условия равновесия на денежном рынке предполагают:

$$M_s = \bar{M}_d + M_d(Q) + M_d(r). \quad (5)$$

Величина \bar{M}_d добавлена для учета влияния на M_d .

Кривая LM отражает все соотношения Q и r , при которых устанавливается равновесие на денежном рынке. Совмещение кривых IS и LM выражает условия двойного равновесия рынков, характеризующие оптимальное состояние инвестиционной и финансовой конъюнктуры.

При изменении эндогенных переменных система $IS-LM$ придет в движение, смещение кривых приведет к установлению новых условий равновесия. Поэтому с помощью данной модели можно проанализировать влияние некоторых рыночных факторов и государственного вмешательства, которое будет рассмотрено ниже. Вместе с тем следует отметить определенную ограниченность рассматриваемой модели. Она не учитывает, в частности, инфляционного давления вследствие значительной денежной экспансии (поскольку построена исходя из предположения неизменности цен), воздействия внешнего сектора и т.д.

Взаимосвязь изменения конъюнктуры инвестиционного и финансового рынков определяет существенную роль последнего в функционировании инвестиционного рынка. Она отражается, во-первых, в том, что спрос предприятий и фирм на инвестиционные товары в форме основного и оборотного капитала про-

является как спрос на финансовые средства для его приобретения. При этом предложение инвестиционных товаров принимает денежно-кредитную форму. Оно выступает как сбережения домашних хозяйств и фирм, аккумулирующиеся в учреждениях банковской системы и предоставляемые за определенный процент. Отсюда и следующая особенность инвестиционного рынка: для его эффективного функционирования необходима развитая сеть финансовых посредников, осуществляющих связь между продавцами и покупателями инвестиционного капитала.

Доход по различным финансовым активам, в зависимости оттого, какую форму капитала — предпринимательскую или ссудную — они представляют, делится на дивиденд и процент. В совокупности они отражают норму доходности произведенных капитальных стоимостей. Соотношение дивиденда и процента показывает структуру инвестиционного спроса, его распределение между фирмами и банковской системой. На финансовом рынке данное соотношение выступает в форме рыночной стоимости (курса) финансовых инструментов.

Опосредствуя движение капитальных стоимостей, финансовые инструменты ускоряют реакцию цен на изменение норм доходов и обеспечивают тем самым быстрый перелив капитала в наиболее прибыльные сферы инвестиционной деятельности. Вследствие динамизма финансовых активов величина их рыночной стоимости выступает в качестве своеобразного индикатора деловой конъюнктуры. Таким образом, на финансовом рынке механизм равновесных цен приобретает более четкие формы проявления.

Существенной особенностью инвестиционного рынка является роль, которую играет здесь процентная ставка. Как было показано выше, размер процентной ставки обуславливает, во-первых, величину привлекаемых кредитной системой сбережений домашних хозяйств; во-вторых, норму доходности инвестиционных вложений. Через процентную ставку оцениваются даже собственные потенциальные ресурсы фирм: если ожидаемая отдача выше уровня процентной ставки, то они будут направлены на инвестирование, в противном случае их можно разместить на финансовом рынке в форме вкладов в банковской системе, использовать для покупки ценных бумаг и т.д.

Таким образом, инвестиционный рынок может эффективно функционировать лишь в условиях развитого финансового рынка, устойчивой и надежной банковской системы. При этом важными условиями взаимодействия инвестиционного и финансового рынков являются рыночное формирование процентной ставки, равные условия инвестирования в отраслевом и региональном аспектах, привлекательность долгосрочных вложений, регулируемый уровень инфляции.

Рыночный механизм сам по себе не может обеспечить эти условия, что обуславливает необходимость государственного воздействия на рыночные стимулы. Государственное регулирование должно соответствовать экономиче-

ским закономерностям, на основе которых рыночный механизм реагирует на изменение условий, учитывать прогнозы многосторонних последствий мер воздействия, создавать условия для реализации потенциальных возможностей рыночного механизма путем антимонопольных мер.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные факторы, определяющие формирование инвестиционного спроса.
2. Объясните механизм влияния макроэкономических факторов на формирование инвестиционного спроса.
3. Перечислите основные виды инвестиционных функций.
4. Назовите основные особенности формирования инвестиционного предложения.
5. Объясните механизм равновесных цен на инвестиционном рынке.
6. Поясните суть модели Дж. Хикса.
7. Раскройте роль государственного регулирования на инвестиционном рынке.

1.4. Финансовое обеспечение инвестиционного процесса

Реализация инвестиционного процесса связана с поиском решений в области определения возможных источников финансирования инвестиций, способов их мобилизации, повышения эффективности использования. Соотношение и структура финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования экономическими субъектами, во многом определяются господствующими формами и механизмом хозяйствования. Рыночной экономике присущ определенный механизм формирования источников финансирования инвестиционной деятельности, распределения инвестиционных ресурсов в обществе [10].

1.4.1. Источники финансирования инвестиций

Все виды инвестиционной деятельности хозяйствующих субъектов осуществляются за счет формируемых ими инвестиционных ресурсов.

Инвестиционные ресурсы представляют собой все виды финансовых активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты инвестирования. Источники формирования инвестиционных ресурсов в рыночной экономике весьма многообразны. Это обуславливает необходимость определения содержания источников инвестирования и уточнения их классификации.

Внутренние и внешние источники финансирования инвестиций на макро- и микроэкономическом уровнях

В экономической литературе при анализе источников финансирования инвестиций выделяют внутренние и внешние источники инвестирования. При этом к внутренним источникам инвестирования, как правило, относят национальные источники, в том числе собственные средства предприятий, ресурсы финансового рынка, сбережения населения, бюджетные инвестиционные ассигнования; к внешним источникам — иностранные инвестиции, кредиты и займы.

Эта классификация отражает структуру внутренних и внешних источников с позиций их формирования и использования на уровне национальной экономики в целом. Но ее нельзя использовать для анализа процессов инвестирования на микроэкономическом уровне.

С позиций предприятия (фирмы) бюджетные инвестиции, средства кредитных организаций, страховых компаний, негосударственных пенсионных и инвестиционных фондов и других институциональных инвесторов являются не внутренними, а внешними источниками. К внешним для предприятия источникам относятся и сбережения населения, которые могут быть привлечены на цели инвестирования путем продажи акций, размещения облигаций, других ценных бумаг, а также при посредстве банков в виде банковских кредитов.

При классификации источников инвестирования необходимо также учитывать специфику различных организационно-правовых форм, например, частных, коллективных, совместных предприятий. Так, для предприятий, находящихся в частной или коллективной собственности, внутренними источниками могут выступать личные накопления собственников предприятий. Для предприятий, находящихся в совместной с зарубежными фирмами собственности, инвестиции иностранных совладельцев также следует рассматривать как внутренний для данного предприятия источник.

Таким образом, следует различать внутренние и внешние источники финансирования инвестиций на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях. На макроэкономическом уровне к внутренним источникам финансирования инвестиций можно отнести государственное бюджетное финансирование, сбережения населения, накопления предприятий, коммерческих банков, инвестиционных фондов и компаний, негосударственных пенсионных фондов, страховых фирм и т.д.; к внешним — иностранные инвестиции, кредиты и займы. На микроэкономическом уровне внутренними источниками инвестирования являются прибыль, амортизация, инвестиции собственников предприятия; внешними — государственное финансирование, инвестиционные кредиты, средства, привлекаемые путем размещения собственных ценных бумаг.

1.4.2. Структура источников финансирования инвестиций предприятия

На микроэкономическом уровне (предприятия, фирмы, корпорации) все источники финансирования инвестиций делят на три основные группы: собственные, привлеченные и заемные (рис. 5).



Рис. 5. Основные источники формирования инвестиционных ресурсов фирмы

Анализ структуры источников финансирования инвестиций на уровне фирм в странах с развитой рыночной экономикой свидетельствует о том, что доля внутренних источников в общем объеме финансирования инвестиционных затрат в различных странах существенно колеблется в зависимости от многих объективных и субъективных факторов.

Как правило, структура источников финансирования инвестиций изменяется в зависимости от фазы делового цикла: доля внутренних источников снижается в периоды оживления и подъема, когда повышается инвестиционная активность, и растет в периоды экономического спада, что связано с сокращением масштабов инвестирования, предложения денег, удорожанием кредита. Краткая характеристика различных внешних источников финансирования инвестиционной деятельности рыночных субъектов приведена в табл. 1.

Таблица 1

Краткая характеристика некоторых источников внешнего финансирования инвестиций

Источник финансирования	Сроки	Обеспечение	Требования	Преимущества	Недостатки	Субъект
Открытое размещение акций	Длительный срок	Доля в капитале компании	Установившаяся тенденция роста объема продаж/прибыли. Высокий потенциал роста. Надежность эмитента	Получение значительного капитала. Расширение капитальной базы компании. Обеспечение ликвидности активов. Создание привлекательных стимулов инвестирования в акции. Повышение реализуемости акций. Отсутствие необходимости выплаты долгов. Не требуется дополнительное обеспечение (гарантии)	Требуются значительные затраты на эмиссию и размещение ценных бумаг. Регламентация порядка эмиссии со стороны органов управления рынком ценных бумаг. Разводнение акционерного капитала. Давление акционеров, направленное на обеспечение роста прибыли	Инвестиционные банки. Другие кредитные институты. Открытый рынок
Облигации корпораций	5-30 лет	Необеспеченные или обеспеченные	Требуется предоставление отчета о продажах/прибыли, наличие прогнозируемого денежного потока	Процентная ставка, как правило, фиксирована. Процент вычитается из налогооблагаемой прибыли. Меньший размер платежей в погашение. Могут восприниматься как дополнительный собственный капитал	Могут использоваться в основном крупными компаниями. Требуются значительные затраты на эмиссию и размещение ценных бумаг. Регламентация порядка эмиссий со стороны органов управления рынком ценных бумаг. Сложность размещения в кризисной ситуации. Процентная ставка может быть высокой	Инвестиционные банки. Другие кредитные институты. Открытый рынок

Продолжение табл. 1

Кредитная линия банков	1-3 года	То же	Требуется дополнительное обеспечение (гарантии), предоставление отчёта о продажах/прибыли, наличие прогнозируемого денежного потока	Предоставляются дополнительные услуги. Процент прогнозируем. Гибкая схема заимствования и погашения долга	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Предоставление кредита ограничивается установленным лимитом. Возможны высокие процентные ставки	Коммерческие банки, другие кредитные институты
	2-3 года 5-7 лет	То же	То же	Предоставляются дополнительные услуги. Гибкая схема заимствования и погашения долга. Возможность отсрочки выплаты до поступления достаточного по величине денежного потока. Обеспечиваются долговременные обязательства по финансированию. Возможность возобновления ссуды при эффективных результатах деятельности	Может потребоваться дополнительное обеспечение. Сложность получения в кризисные периоды. Предоставление ссуды ограничивается установленным лимитом. Возможны высокие процентные ставки. При плавающей процентной ставке величина процентов труднопредсказуема	То же

Продолжение табл. 1

Срочная ссуда	3-7 лет	Необеспеченные или обеспеченные	То же	<p>Предоставляются дополнительные услуги. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Ставка может быть фиксированной. Обеспечиваются долговременные обязательства по финансированию. Возможность погашения</p>	<p>Может потребоваться дополнительное обеспечение. Сложность получения в кризисные периоды. Возможны высокие процентные ставки. Процентная ставка может быть высокой</p>	То же
Ипотечное обязательство	7-30 лет	Недвижимость	То же	<p>Предоставляются дополнительные услуги. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Возможность установления фиксированной процентной ставки. Меньшие меры платежей в погашение за более длительный период</p>	<p>Требуется дополнительное обеспечение</p>	<p>Коммерческие банки, другие кредитные институты. Физические лица. Открытый рынок</p>

Продолжение табл. 1

Государственное финансирование	Длительный срок	Государственные гарантии	Предоставляется компаниям, соответствующим определенным стандартам. Требуется достаточное дополнительное обеспечение. Средства должны использоваться строго по целевому назначению	Более низкие суммы платежей в погашение при более длительных периодах. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Возможно предоставление дополнительных услуг	Суммы выделяемых средств ограничены. Требуется дополнительное обеспечение. Предоставление кредита оговаривается определенными условиями. Полученные средства должны расходоваться по целевому направлению	Государственные институты развития. Органы государственного управления
Лизинг	Ограничение сроком службы лизингового имущества	Обеспечивается арендуемым имуществом	Требуется наличие предсказуемого денежного потока	Предоставляются дополнительные услуги. Удобная схема финансирования. Процентная ставка может быть фиксированной или плавающей. Процент вычитается из суммы налогооблагаемой прибыли. Возможность установления фиксированной процентной ставки. Меньшие размеры платежей в погашение при более длительном сроке лизинга. Может не требоваться дополнительное обеспечение	Необходимо дополнительное обеспечение. Процентная ставка может быть высокой. В конце срока аренды могут потребоваться дополнительные платежи	Коммерческие банки. Лизинговые компании

Продолжение табл. 1

Венчурный капитал	3-7 лет	Собственный капитал компании	Предоставляется венчурным предприятием на различных этапах развития. Финансируемые компании должны обладать большим рыночным потенциалом или достичь устойчивого положения и характеризоваться быстрым ростом	Повышение устойчивости собственного капитала. Позволяет компании достичь достаточного уровня зрелости для обеспечения возможности финансирования другими способами, в частности путём продажи акций на фондовом рынке. Отсутствие расходов на выплату долга и процентов, дополнительных потребностей в ликвидности. Возможность использования опыта венчурных инвесторов в сфере менеджмента и финансов	Сложность получения процесс привлечения венчурного капитала требует больших затрат времени и сопряжен с трудностями. Разводные акции несут риск. Отсутствие гарантийного успеха. Ожидание высоких доходов со стороны венчурных инвесторов. Экономический контроль над компанией может быть передан венчурным инвесторам	Физические лица. Государственные и частные фонды венчурного капитала. Специализированные инвестиционные компании и банки
Ограниченные партнерства	Длительный срок	Не имеется	Значительные затраты, связанные с использованием особых технологий или производством перспективного продукта. Длительный цикл	Налоговые льготы. Гибкая схема финансирования. Сохранение контроля за производством	Высокий риск потери исключительных прав на технологию, налоговых преимуществ. Уязвимость по отношению к изменениям	Инвестиционные банки. Члены консорциумов. Корпоративные партнёры. Физические лица

Продолжение табл. 1

Франчайзинг	Длительный срок	Нет	<p>Фирма – франчайзор должна иметь высокий имидж на рынке. Продукт изводимый продукт должен иметь ярко выраженные характеристики и высокое качество. Фирма – франчайзодержатель должна обеспечить требуемые стандарты качества, быстрое распространение продукта</p>	<p>Немедленное поступление денежных средств, не связанное с обращением задолженности. Ограниченные потребности в капитале. Отсутствует разводнение акционерного капитала. Низкая степень риска. Возможность быстрого расширения. Распределение производственных расходов. Обеспечение постоянных поступлений</p>	<p>Наличие затрат, связанных с представлением франчайза. Трудности юридического оформления предложения франчайза. Необходимость делегирования прибылей с франчайзодержателями</p>	Франчайзодержатели
-------------	-----------------	-----	--	--	---	--------------------

1.4.3. Общая характеристика собственных инвестиционных ресурсов фирм (компаний)

Одной из важнейших форм финансового обеспечения инвестиционной деятельности фирм (компаний) является самофинансирование. Оно основано на использовании собственных финансовых ресурсов, в первую очередь прибыли и амортизационных отчислений.

Прибыль

Ключевую роль в структуре собственных источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий играет прибыль. Она выступает как основная форма чистого дохода предприятия, выражающая стоимость прибавочного продукта. После уплаты налогов и других обязательных платежей в распоряжении предприятий остается чистая прибыль, часть которой может направляться на инвестиции. Как правило, часть прибыли, направляемая на инвестиционные цели, аккумулируется в фонде накопления или других фондах аналогичного назначения, создаваемых на предприятии.

Фонд накопления (рис. 6) выступает как источник средств хозяйствующего субъекта, используемый для создания нового имущества, приобретения основных фондов, оборотных средств и т.д. Динамика фонда накопления отражает изменение имущественного состояния хозяйствующего субъекта, увеличение его собственных средств.

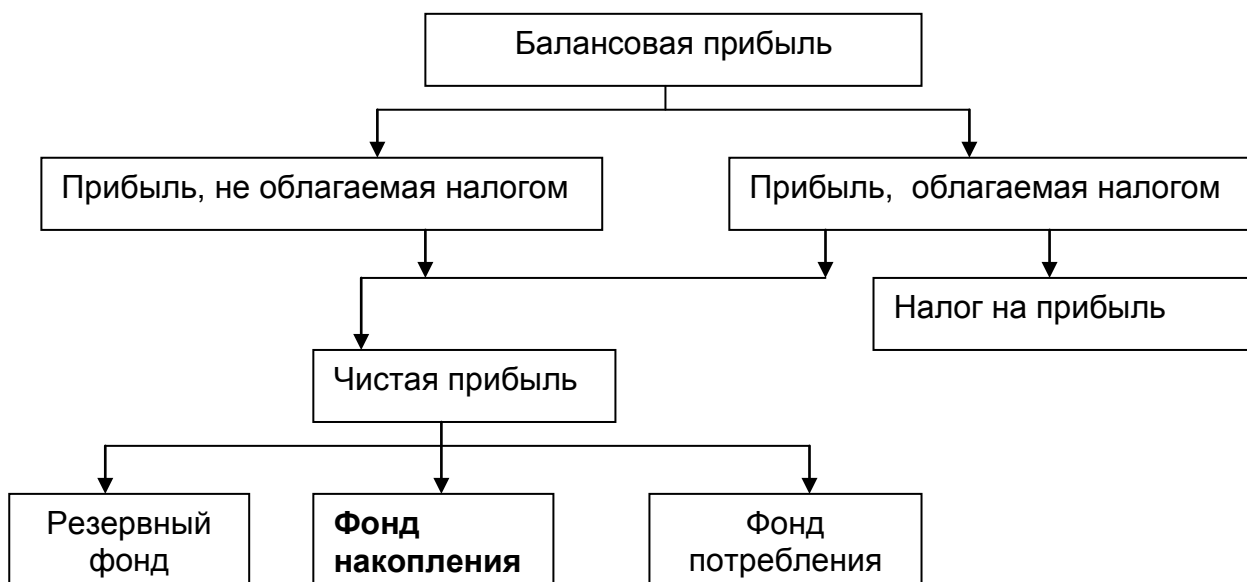


Рис. 6. Формирование фонда накопления хозяйствующего субъекта

Амортизационные отчисления

Следующим по значению собственным источником финансирования инвестиций являются амортизационные отчисления. Эти отчисления образуются на предприятиях в результате переноса стоимости основных производственных фондов на стоимость готовой продукции. Функционируя длительное время, основные производственные фонды постепенно изнашиваются и переносят свою стоимость на готовую продукцию частями. Поскольку основные производственные фонды не требуют возмещения в натуральной форме после каждого воспроизводственного цикла, предприятия осуществляют затраты на их восстановление по истечении нормативного срока службы. Денежные средства, высвобождающиеся в процессе постепенного восстановления стоимости основных производственных фондов, аккумулируются в виде амортизационных отчислений в амортизационном фонде.

Величина амортизационного фонда зависит от объема основных фондов предприятия и используемых методов начисления. В хозяйственной практике применяют метод равномерной (прямолинейной) и ускоренной амортизации.

При линейном методе начисление амортизационных средств производится по единым нормам амортизации, установленным в процентах к первоначальной стоимости основных средств. При отклонении от нормативных условий использования основных средств нормы амортизации могут быть откорректированы с помощью так называемых поправочных коэффициентов.

Расчет величины амортизационных отчислений при линейном методе производится по формуле

$$A = CH/100 (k_1 + k_2 + \dots + k_n), \quad (6)$$

где A — величина амортизационных отчислений;

C — первоначальная стоимость основного средства;

H — норма амортизации, %;

k — поправочный коэффициент.

При использовании метода ускоренной амортизации в странах с рыночной экономикой начисление ее осуществляется с учетом уменьшающегося остатка балансовой стоимости основных средств или методом суммы чисел.

В первом случае сумма амортизационных отчислений определяется на основе фиксированного процента от остаточной стоимости основных средств. Если последовательно соотнести значения, то при этом годовые амортизационные отчисления постоянно уменьшаются.

1.4.4. Стоимость привлечения инвестиционных ресурсов

Все методы оценки инвестиций в той или иной мере базируются на сопоставлении будущих доходов от предполагаемых инвестиций и затрат на их осу-

ществование. При этом решение проблемы максимизации дохода предполагает, с одной стороны, обеспечение минимальной стоимости ресурсов, используемых для финансирования инвестиций, а с другой, выбор наиболее эффективных вариантов их размещения. В этом плане особое значение приобретает правильность определения реальной стоимости инвестируемых средств.

Оценка средней стоимости инвестиционных ресурсов с использованием дисконтирования

Ресурсы, направляемые на инвестирование, как правило, имеют сложную структуру и формируются посредством комбинирования различных составляющих. Инвестиционные ресурсы фирмы (компании) включают обычные акции, привилегированные акции, заемные средства, прочие финансовые инструменты (облигации и др.) [22].

Средняя (средневзвешенная) стоимость этих ресурсов формируется под влиянием необходимости обеспечить определенный средний уровень прибыльности. Поэтому средневзвешенная стоимость инвестиционных ресурсов может быть определена как уровень требуемой доходности вложений инвестора, сопоставимый с уровнем доходности, который может быть получен по альтернативным инвестициям с аналогичным уровнем риска.

В западной литературе по инвестиционному анализу обычно используется термин «weighted average cost of capital» (средневзвешенная стоимость капитала) или просто «cost of capital» (стоимость капитала), который означает затраты на привлечение источников капитала, т.е. проценты и дивиденды, выплачиваемые кредиторам и инвесторам за использование предоставленных ими ресурсов. Анализ стоимости инвестиционных ресурсов особенно важен при оценке эффективности инвестиций методами, основанными на дисконтировании средств.

Дисконтирование денежных потоков [29] предполагает выбор дифференцированной ставки процента (нормы дисконта) в зависимости от конкретных инвестиционных характеристик объекта и целей оценки. Вариация форм ставки процента для дисконтирования означает, что в этом качестве могут быть использованы средняя депозитная или кредитная ставка, индивидуальная норма доходности с учетом определенных факторов (уровня инфляции, степени риска и ликвидности инвестиций), норма доходности по альтернативным видам инвестиций, норма доходности по текущей деятельности и др.

Однако для большей достоверности расчетов показателей эффективности инвестиций применительно к конкретному инвестору норма дисконта должна учитывать особенности формирования различных видов инвестиционных ресур-

сов, влияние факторов, определяющих их стоимость, т.е. отражать реально существующие возможности по финансированию инвестиционной деятельности.

При этом важно рассмотреть не только текущую, но и будущую стоимость ресурсов, определить дополнительные затраты, связанные с привлечением новых источников финансирования. Следует также отметить, что от степени обоснованности этой величины во многом зависят результаты расчета эффективности инвестиционных объектов, а следовательно, и выбор объектов инвестирования. Включаемые в инвестиционный портфель инвестиционные проекты должны обеспечивать доходность, не меньшую чем средневзвешенная стоимость ресурсов, предназначенных для инвестирования.

С учетом различия источников финансирования инвестиционной деятельности и их структуры стоимость привлечения совокупных инвестиционных ресурсов исчисляется по формуле средневзвешенной величины

$$k = \sum_{i=1}^n w_i k_i, \quad (7)$$

где w_i — доля инвестиционных ресурсов, полученных из i -го источника;
 k_i — стоимость i -го ресурса.

Привлечение каждого источника ресурсов связано с реальными или потенциальными издержками для инвестора, что обуславливает необходимость определения стоимости привлечения ресурсов по каждому виду источников.

Согласно западной теории инвестиционного анализа определение стоимости элементов инвестиционных ресурсов должно производиться на основе их рыночной оценки, которая в условиях эффективного рынка равна текущей (дисконтированной) стоимости денежных поступлений фирмы от инвестиций.

В условиях высокого уровня развития фондового рынка и его информационной инфраструктуры рыночная стоимость отдельных элементов капитала, в частности акций и облигаций, определяется с помощью биржевых и внебиржевых котировок, публикуемых в финансовой прессе. Если акции и облигации фирмы не котируются на открытом рынке, то финансовые менеджеры, как правило, используют метод сопоставления коэффициентов «цена — доходность» для финансовых инструментов подобных фирм с известными котировками.

В российских условиях, где акции большинства предприятий не имеют рыночной оценки, база сопоставления практически отсутствует, а финансовая и статистическая информация носит ограниченный характер, данный подход может быть использован с определенными модификациями на основе проведения расчетов текущей стоимости ожидаемого потока денежных выплат по отдельным элементам инвестиционных ресурсов.

Определение стоимости собственных средств

При определении стоимости собственных средств необходимо исходить из того, что издержки по их обслуживанию в значительной мере связаны с необходимостью выплат дивидендов акционерам. Следует учитывать, что если фирма в течение рассматриваемого периода воздерживается от выплаты дивидендов, осуществляя их капитализацию, то это не означает возможность игнорирования расходов данного вида, поскольку обязательства будущих выплат можно рассматривать как скрытые издержки.

Стоимость обслуживания собственных средств в части акционерного капитала и нераспределенной прибыли определяется ожидаемой доходностью акций фирмы как эмитента.

Стоимость капитала, получаемого с помощью привилегированных акций, можно определить по формуле

$$k_p = D_p / P_p, \quad (8)$$

где D_p — ежегодные дивидендные выплаты на одну привилегированную акцию;

P_p — цена одной привилегированной акции.

Ожидаемая доходность обыкновенной акции определяется на основе использования метода приведения будущих доходов к настоящей стоимости. В соответствии с этим текущая рыночная стоимость акции представляет собой настоящую стоимость потоков будущих дивидендных выплат, дисконтированных по ставке, равной стоимости акционерного капитала

$$P = \sum_{t=1}^n D_t (1 + k_k)^{-t}, \quad (9)$$

где P — рыночная стоимость акции;

D_t — сумма дивидендных выплат в t -м периоде;

k_k — стоимость акционерного капитала.

Если поток будущих дивидендных выплат можно определить с высокой степенью достоверности, то ставка дисконтирования, при которой настоящая стоимость будущих дивидендных выплат равна текущей стоимости акций, выступает как стоимость акционерного капитала. Однако на практике сложность использования этого метода связана с тем, что величина будущих дивидендов, как правило, неизвестна и прогнозируемая доходность акций может не совпасть с их реальной доходностью.

Для определения требуемого уровня доходности используются модели роста дивидендов, доходности по прибыли на акцию, цены капитальных активов.

Возможности применения этих моделей в значительной мере определяются наличием информации. Так, модель роста дивидендов может быть ис-

пользована в случае, когда предполагается постоянный и равномерный характер дивидендных выплат. При этом текущая рыночная стоимость акций определяется по формуле

$$P = D / (k_K - g), \quad (10)$$

где g — темп роста дивидендов.

Исходя из этого можно рассчитать стоимость акционерного капитала

$$k_K = D / P + g. \quad (11)$$

В соответствии с данной формулой стоимость акционерного капитала зависит от дивидендных выплат текущего года, сложившейся рыночной стоимости акций и темпа роста дивидендов. Определение значения первых двух факторов не представляет сложности, поскольку финансовые результаты текущего года известны. Однако темп роста дивидендов является в некоторой степени условной величиной, которая может быть установлена на основе методов прогнозирования, что неизбежно уменьшает достоверность и точность расчетов.

При неопределенности величины будущих дивидендных выплат, их неравномерном и случайном характере используются другие методы оценки доходности акций. Наиболее простым подходом к оценке требуемой доходности акционерного капитала является использование модели доходности по прибыли на акцию. Эта модель исходит из того, что чистая прибыль в расчете на одну акцию выступает как величина дохода, получаемого акционером в виде дивидендов при распределении прибыли после уплаты налогов.

Чистая прибыль в расчете на одну акцию определяется по формуле

$$E = NP / P, \quad (12)$$

где NP — чистая прибыль на одну акцию;

P — рыночная цена одной акции.

Недостатки модели оценки доходности по чистой прибыли на акцию связаны с использованием показателя отчетной бухгалтерской прибыли, который является в значительной мере менее объективным, чем величина будущих денежных поступлений. Показатель прибыли строится на основе данных, которые, во-первых, зависят от специфики используемых способов учета, а во-вторых, отражают результаты прошлых периодов, в то время как текущая рыночная стоимость акций определяется будущими величинами дохода на вложенный капитал.

В зависимости от проводимой учетной политики, колебаний рыночных цен акций показатели доходности по чистой прибыли на акцию могут существенно различаться, что снижает достоверность оценки. Полностью элиминировать указанные недостатки вряд ли удастся, однако определенной степени приемлемости оценки можно достичь при использовании в качестве показателя до-

ходности ценных бумаг усредненного показателя доходности акций, рассчитанного на основе данных о размерах капитала и чистой прибыли по группе фирм с похожими характеристиками рентабельности, риска и перспектив роста.

В России, где отсутствует практика составления рейтинга фирм и публикации достаточной и достоверной информации о деятельности большинства предприятий, вычислить значение данного показателя достаточно сложно.

Степень развития фондового рынка и наличия относительно полной и точной информации о его конъюнктуре определяет возможность использования для оценки требуемой доходности на основе модели цены капитальных активов (capital asset pricing model — CAPM):

$$k_k = k_f + \beta(k_m - k_f), \quad (13)$$

где k_f — доходность по безрисковым финансовым инструментам;

k_m — средняя рыночная доходность акций;

β — коэффициент, характеризующий рыночный риск;

$(k_m - k_f)$ — премия за риск.

Модель CAPM имеет широкое распространение в современной западной практике. В соответствии с данной моделью доходность конкретных финансовых инструментов зависит от доходности безрисковых ценных бумаг и коэффициента β , отражающего чувствительность данного вида акций к изменениям рынка.

Исходным пунктом определения требуемой доходности является вычисление доходности безрисковых финансовых инструментов, в качестве которых принимаются, как правило, государственные ценные бумаги. При этом соблюдается требование сопоставимости сроков обращения государственных ценных бумаг, с одной стороны, и сроков дивидендных выплат, с другой. Значения коэффициента β определяются на основе сопоставления динамики курса данного финансового инструмента и изменения фондовых индексов.

В условиях низкой степени развития и неустойчивости российского фондового рынка, незначительности его влияния на состояние экономики, отсутствия необходимой информационной инфраструктуры возможности применения рассматриваемой модели в ее основной версии существенно ограничены.

Вместе с тем с учетом отмеченной специфики при наличии соответствующей информации могут быть использованы модифицированные версии модели CAPM с использованием для характеристики средней доходности ценных бумаг рассмотренного выше среднего показателя доходности по прибыли на одну акцию для группы фирм и дисперсии относительно средней величины.

При использовании данного подхода следует учитывать, что результаты расчетов могут характеризоваться значительной степенью условности в связи с

недостатками, присущими показателю чистой прибыли на акцию, а также допущениями основной версии модели, предполагающей зависимость показателя текущей доходности от внешних факторов, в частности доходности безрисковых финансовых инструментов и средней рентабельности капитала.

Таким образом, все рассмотренные методы анализа имеют определенные слабые стороны, поэтому на практике необходимо пользоваться более чем одним методом, чтобы повысить достоверность и точность расчетов. Целесообразно сравнить полученные различными методами результаты, проанализировать причины расхождений в значениях рассматриваемых показателей и при необходимости рассчитать эффективность инвестиций с использованием различных вариантов значения стоимости капитала.

Определение стоимости вновь привлеченных средств

При финансировании инвестиционной деятельности путем привлечения капитала за счет дополнительной эмиссии ценных бумаг возникает необходимость введения в расчеты еще одного параметра — эмиссионных расходов. Стоимость вновь привлекаемого капитала будет несколько превышать стоимость существующего капитала, поскольку, несмотря на то, что величина дополнительного акционерного капитала должна быть уменьшена на величину затрат, сопровождающих его эмиссию, необходимо обеспечить прежний уровень доходности для инвесторов. С учетом этого определить стоимость нового акционерного капитала можно по формуле

$$k_n = k_k / (1 - f), \quad (14)$$

где k_n — стоимость дополнительного акционерного капитала;

k_k — стоимость существующего акционерного капитала;

f — норма эмиссионных расходов в расчете на одну акцию.

В случае постоянных равномерных выплат дивидендов по вновь привлеченному капиталу стоимость дополнительного акционерного капитала можно определить по формулам (15) и (16)

$$D/P + g = k_n(1 - f), \quad (15)$$

отсюда

$$k_n = D/P(1 - f) + g. \quad (16)$$

Таким образом, стоимость дополнительного акционерного капитала зависит от текущей доходности акций, нормы эмиссионных расходов и темпа роста дивидендных выплат. Вложение дополнительного капитала может осуществляться в объекты, обеспечивающие доходность не ниже данной стоимости.

Определение стоимости заемных средств

Стоимость заемных средств (облигаций, не котирующихся на рынке, или долгосрочных займов, не имеющих формы рыночных ценных бумаг) определяется на основе расчета текущей стоимости непогашенной суммы основного долга и процентных выплат. Коэффициент дисконтирования может быть найден исходя из реальной доходности аналогичных финансовых инструментов, обращающихся на рынке, или (при отсутствии последних) исходя из средних значений эффективной процентной ставки по вновь получаемым кредитам, скорректированной с учетом налоговых отчислений.

Средневзвешенная стоимость ресурсов, привлеченных для финансирования инвестиций, зависит не только от стоимости различных видов ресурсов, но и от доли каждого ресурсного источника в их совокупном объеме.

1.4.5. Оптимальная структура инвестиционных ресурсов

Наиболее благоприятной (оптимальной) для инвестора является такая структура инвестиционных ресурсов, при которой их средневзвешенная стоимость будет минимальна. В практической деятельности кроме определения оптимальной структуры необходимо рассчитывать стоимость привлечения дополнительной единицы каждого вида ресурса (предельную, или маргинальную, стоимость).

Если имеющиеся у фирмы ресурсы достаточны для финансирования планируемых инвестиций, то маргинальная стоимость ресурсов будет равна средневзвешенной стоимости имеющихся источников. В случае необходимости привлечения дополнительных средств при расчете средневзвешенной стоимости следует учитывать издержки на организацию такого привлечения, поскольку изменение структуры ресурсов влечет за собой изменение стоимости совокупных ресурсов. При данной структуре инвестиционных ресурсов значение предельной стоимости отражает уровень расходов по привлечению дополнительных источников финансирования инвестиций.

Стоимость привлечения и размещения инвестиционных ресурсов банка

Основные аспекты рассмотренной выше методики (метод дисконтирования для расчета текущей рыночной стоимости, определение стоимости собственных средств, расчет оптимальной структуры и предельной стоимости инвестиционных ресурсов) могут быть использованы для выявления стоимости инвестиционных ресурсов различных типов инвесторов. Вместе с тем существует некоторая специфика определения стоимости инвестиционных ресурсов для финансовых институтов, в частности для банков, в связи с особенностями их функционирования как финансовых посредников.

Контрольные вопросы

1. Определите суть финансового обеспечения инвестиционного процесса.
2. Дайте определение понятию «инвестиционные ресурсы».
3. Назовите основные источники формирования инвестиционных ресурсов организации.
4. Назовите основные преимущества и недостатки внешних источников инвестиционных ресурсов.
5. Дайте характеристику собственных источников инвестиционных ресурсов.
6. Назовите основные способы мобилизации инвестиционных ресурсов.

Глава 2. ОРГАНИЗАЦИЯ ФИНАНСОВ ИНВЕСТИЦИОННО-КРЕДИТНЫХ ИНСТИТУТОВ

2.1. Финансы коммерческих банков

2.1.1. Принципы организации и функционирования

Современный коммерческий банк — это самостоятельный хозяйствующий субъект, имеющий статус юридического лица, осуществляющий на основе полученной от Центрального банка Российской Федерации лицензии посредническую деятельность по реализации специфических продуктов (кредита, ценных бумаг и валюты) и имеющий основной целью (в отличие от Центрального банка) получение прибыли. Таким образом, коммерческие банки проводят кредитно-расчетное обслуживание промышленных, торговых и других предприятий и организаций, а также населения [3, 2]. Денежные ресурсы они привлекают в виде вкладов, полученных кредитов, выпуска ценных бумаг.

В зависимости от формы собственности коммерческие банки подразделяются на:

-государственные банки, когда капитал коммерческого банка принадлежит государству. Государственные коммерческие банки проводят политику государства в области кредитования хозяйства, влияют на инвестиционные, посреднические и расчетные операции, а через них на экономическое состояние клиентуры. Они обслуживают важнейшие отрасли хозяйства, определяющие положение страны в системе международных экономических отношений, кредитование которых недостаточно выгодно частному капиталу. В настоящее время такие банки встречаются довольно редко;

-кооперативные (паевые) банки, капитал которых формируется за счет реализации паев. Это, как правило, небольшие по размеру банки, поэтому встречаются в банковской практике довольно редко;

-акционерные банки — самая распространенная форма банков на данный момент. Собственный капитал таких банков формируется за счет продажи акций. Акционерные коммерческие банки подразделяются на открытые акционерные общества, когда происходит открытая продажа акций всем желающим, и закрытые акционерные общества, акции которых распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц. Акционерная форма собственности прогрессивна, так как дает возможность расширить капитал банка за счет дополнительного привлечения денежных средств, выпуска акций и увеличения собственного капитала;

- муниципальные банки, формируемые за счет муниципальной (городской) собственности или находящиеся в управлении города. Основная задача таких банков - обслуживание потребностей города в банковских услугах;

- смешанные банки, когда собственный капитал банка объединяет разные формы собственности, например, акционерные банки с участием государственной собственности;

- совместные банки (банки с участием иностранного капитала), т.е. их уставный капитал принадлежит иностранным участникам или филиалам банков других стран.

Основная функция и операция коммерческих банков — выдача кредитов. В зависимости от срока выдаваемых кредитов они подразделяются на банки краткосрочного и долгосрочного кредитования. Банки долгосрочного кредитования, например ипотечные, выдают кредиты на срок свыше 5 лет, банки краткосрочного кредита — на срок до 3 лет, это, как правило, универсальные коммерческие банки.

В зависимости от отраслей, которые обслуживают банки, различают промышленные коммерческие банки (обслуживают промышленность), торговые банки (обслуживают торговлю), сельскохозяйственные банки (обслуживают сельское хозяйство).

По территории банки делятся на местные (или региональные), федеральные, республиканские и международные.

По размеру капитала коммерческие банки могут быть крупные, средние и мелкие. Причем критерии такого деления имеют страновые различия. Как правило, все коммерческие банки имеют филиалы, что позволяет им расширять свою деятельность и охватывать все большую территорию для привлечения клиентов. Однако многие банки не имеют филиалов.

Универсальные коммерческие банки — это кровеносная система экономики, без которой сегодня невозможно функционирование любого предприятия, так как все платежи проходят через коммерческие банки, все денежные потоки сосредотачиваются в банках, а банки выступают фактором мобилизации денеж-

ного капитала в экономике. В силу важности и значимости в экономике они не могут обособленно существовать, образовываться сами по себе. Банки, как и любое коммерческое учреждение, независимы, но подотчетны. В условиях возрастающего значения коммерческих банков во всех странах введен контроль за созданием и образованием коммерческих банков. В настоящее время для открытия и осуществления деятельности коммерческий банк должен получить разрешение — лицензию на проведение банковских операций у Центрального банка.

Лицензирование банковской деятельности призвано ограничить совершение банковских операций только теми экономическими субъектами, которые получили разрешение на их осуществление от уполномоченного органа.

В настоящее время центральные банки разрабатывают порядок создания коммерческого банка, определяют перечень документов, представляемых в банк для получения лицензии, основные требования к такому банку, прежде всего, требование к минимальному размеру первоначального капитала (которые оговариваются в законе), финансовому положению учредителей. Особое значение уделяется квалификации и моральной характеристике руководящего состава, так как управлять банком могут только компетентные и профессионально подготовленные лица, которые не привлекались к судебной ответственности и не были замешаны в банкротстве.

В России к законам, регулирующим порядок создания и лицензирования коммерческих банков, относятся Федеральные законы «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», «О банках и банковской деятельности», «Об акционерных обществах», Гражданский кодекс Российской Федерации, а также Инструкция Банка России «О порядке применения Банком России решения о государственной регистрации кредитных организаций и выдаче лицензий на осуществление банковских операций» от 14 января 2004 г. № 109И.

Согласно этим документам коммерческий банк может быть создан на основе любой формы собственности как хозяйственное общество с минимальным уставным капиталом 5 млн евро.

Для получения лицензии на проведение банковских операций Центральный банк Российской Федерации требует от учредителей банка представить определенные документы, анализ которых поможет определить потенциальную финансовую устойчивость, конкурентоспособность будущего банка, целесообразность его функционирования, возможность обеспечения потребностей клиентов и работы в рамках существующих законов. К таким документам относятся:

- заявление с ходатайством о государственной регистрации кредитной организации и выдаче лицензии на осуществление банковских операций;
- учредительный договор;
- устав;

- протокол собрания учредителей;
- свидетельство об уплате государственной пошлины (сбора) за регистрацию кредитной организации;
- копия свидетельства о государственной регистрации учредителей;
- аудиторское заключение о достоверности финансовой отчетности учредителей — юридических лиц с приложением балансов и отчетов о прибылях и убытках за последние три года;
- подтверждения налоговыми органами выполнения учредителями обязательств перед бюджетом;
- декларации о доходах учредителей — физических лиц;
- анкеты кандидатов на должности руководителей исполнительных органов и главного бухгалтера;
- список учредителей;
- бизнес-план;
- документы, подтверждающие право собственности одного из учредителей на здание, в котором будет располагаться банк;
- документы, уведомляющие Банк России о приобретении более 5% долей (акций) банка одним учредителем или группой связанных между собой учредителей, или предварительное согласие Банка России на приобретение ими более 20% долей (акций) вновь создаваемого банка.

Эти документы в течение 6 месяцев рассматривает Банк России, при соответствии их установленным требованиям коммерческому банку выдается лицензия на осуществление банковских операций, где указывается перечень операций, которые данная кредитная организация имеет право проводить, а также валюта, в которой эти банковские операции могут осуществляться.

Различают следующие виды лицензий, выдаваемых вновь созданному банку:

- лицензия на осуществление банковских операций со средствами в рублях (без права привлечения во вклады денежных средств физических лиц);
- лицензия на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (без права привлечения во вклады денежных средств). При наличии указанной лицензии банк вправе устанавливать корреспондентские отношения с неограниченным числом иностранных банков;
- лицензия на привлечение во вклады и размещение драгоценных металлов. Указанная лицензия может быть выдана банку одновременно с лицензией на осуществление банковских операций со средствами в рублях

и иностранной валюте (без права привлечения во вклады денежных средств).

В ходе развития коммерческие банки и кредитные организации постепенно расширяют виды и масштабы своей банковской деятельности, и в этом случае коммерческий банк должен получить дополнительные лицензии. В соответствии с Инструкцией Банка России «О порядке применения федеральных законов, регламентирующих процедуру регистрации кредитных организаций и лицензирования банковской деятельности» действующему банку могут быть выданы следующие виды лицензий на осуществление банковских операций:

- лицензия на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (без права привлечения во вклады денежных средств физических лиц). При этом банк вправе устанавливать корреспондентские отношения с любым числом иностранных банков;
- лицензия на привлечение во вклады и размещение драгоценных металлов. Указанная лицензия может быть выдана банку при наличии или одновременно с лицензией на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте;
- лицензия на привлечение во вклады денежных средств физических лиц в рублях;
- лицензия на привлечение во вклады денежных средств физических лиц в рублях и иностранной валюте. Данная лицензия может быть выдана банку при наличии лицензии на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте или одновременно с ней.

Генеральная лицензия может быть выдана банку, имеющему лицензии на осуществление всех банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте и выполняющему установленные Банком России требования к размеру капитала.

После получения лицензии коммерческий банк в течение года должен начать свою деятельность, в противном случае Банк России вправе отозвать лицензию. После выдачи лицензии происходит автоматическая регистрация коммерческого банка, т.е. внесение его в реестр действующих юридических лиц.

С развитием экономики постоянно возрастает потребность в совершенствовании банковской системы и увеличении числа коммерческих банков. Однако увеличение числа банков соответственно усиливает как ценовую, так и неценовую конкуренцию между ними. Это, с одной стороны, обуславливает дальнейшее развитие банков и выступает позитивным элементом, а с другой, приводит к тому, что более слабые банки не могут выдержать снижения или повышения цен на свои продукты и проигрывают в конкурентной борьбе. Ре-

результатом является *реорганизация банков*, которая происходит в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Слияние — это объединение, как правило добровольное, имущества и деятельности двух или нескольких банков с целью создания нового банка или поглощения этих банков одним из них. При создании нового банка остальные перестают существовать и распускаются. Акции нового банка распределяются пропорционально вкладам банков и их собственников. В руководство нового банка входят руководители сливающихся банков. Капитал нового банка равен сумме активов всех слившихся банков. Слияние осуществляется в виде образования банковских холдингов или банковских консорциумов. Эта тенденция связана с необходимостью увеличения собственного капитала в целях расширения своей деятельности, а также увеличения расширяющегося господства не только на национальном, но и на мировом рынке банковских услуг. Это приводит к слиянию не только национальных банков, но и банков разных стран. Такое объединение увеличивает количество клиентов, банковских услуг, рынков сбыта банковских услуг, возможностей использования преимуществ, вытекающих из преимуществ крупного банка.

Поглощение — это форма принудительного слияния, приобретение одного банка другим. Более крупный, устойчивый и сильный в конкурентной борьбе банк поглощает более слабый. Поглощение происходит, как правило, не на добровольной основе. В результате поглощения поглощающий банк остается юридическим лицом, а поглощаемый банк ликвидируется, передав первому все свое имущество, обязательства, долги, а впоследствии и своих клиентов. В результате осуществляется централизация капитала, увеличение активов на сумму активов поглощаемого банка, что приводит к дальнейшему упрочению позиций данного банка. Чаще всего поглощение происходит путем скупки акций, выкупа контрольного пакета. Однако такое принудительное поглощение является лишь одной из определяющих тенденций в развитии банковской системы любой страны.

Разновидностью слияния является *присоединение*, т.е. приобретение банком какого-либо кредитного института путем прямой покупки, при этом к нему переходят права и обязанности присоединенного кредитного учреждения. Присоединение, как правило, осуществляется в условиях развития холдинговой компании, когда банк с помощью выкупа определенного пакета акций (как правило контрольного) присоединяет банк, страховую, инвестиционную компанию, пенсионные фонды и т.д. Это связано с тем, что банкам во многих странах не разрешено заниматься небанковскими видами деятельности, но в силу того, что эта деятельность приносит немалый доход, дает возможности привлечения дополнительных денежных средств, рынков сбыта банковских услуг, банки,

становясь акционерами (владельцами) той или иной компании, получают такие возможности. Кроме того, часто при присоединении таких компаний их акции аннулируются и обмениваются на акции головного банка. Если посмотреть на структуру банковских холдингов западных стран, то можно увидеть, что в них входят практически все виды кредитных институтов, а в некоторых странах и промышленные компании (например, во Франции).

Противоположной присоединению формой является *разделение* кредитной организации, т.е. возникновение нескольких кредитных организаций на базе одной. Такая реорганизация встречается довольно редко, в результате появляется несколько самостоятельных юридических лиц, обладающих определенной долей капитала в соответствии с разделительным балансом.

В середине XX в. появилось новое направление в развитии банков — *выделение* из структуры банка определенных отделов. Развитие трастовой деятельности в отдельных банках начинает выходить за рамки отдельного вида операций. Преобладающее значение операции, которой уже узки рамки отдела банка, привело к появлению трастовых компаний, которые становятся юридически самостоятельным кредитным институтом, но, как правило, остаются тесно связанным с банком и входят в банковский холдинг. Такая ситуация складывается с лизинговыми и факторинговыми компаниями, выделившимися из лизинговых и факторинговых отделов коммерческих банков, которые первоначально занимались лизингом и факторингом, в самостоятельно существующие организации со своим балансом, клиентурой, рынком сбыта.

Преобразование является следующей формой реорганизации банков, представляющей изменение организационно-правовой формы банка. Как уже отмечалось, банки могут быть универсальными и специализированными. Последние годы прослеживается тенденция универсализации банков и банковской системы. Универсальные банки менее рискованны в силу диверсификации операций, более устойчивы и прибыльны. Результатом этого является преобразование некоторых специализированных банков в универсальные банки. Это происходит после получения дополнительной лицензии на проведение новых банковских операций, изменения названия, выпуска новых акций.

В России, как и в других странах, реорганизация коммерческих банков также может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования. При слиянии коммерческих банков права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшей кредитной организации согласно передаточному акту. В условиях присоединения одного банка к другому к последнему переходят права и обязанности присоединенного банка в соответствии с передаточным актом. При разделении кредитной организации ее права и обязанности переходят к вновь возникшей кредитной организации в со-

ответствии с разделительным балансом. В случае выделения из состава кредитной организации одной или нескольких кредитных организаций к каждой из них переходят права и обязанности реорганизованной кредитной организации в соответствии с разделительным балансом. При преобразовании кредитной организации одного вида в кредитную организацию другого вида (изменении организационно-правовой формы) к вновь возникшей кредитной организации переходят права и обязанности реорганизованной кредитной организации в соответствии с передаточным актом.

Вопросы реорганизации кредитных организаций в России регулируются Гражданским кодексом Российской Федерации, Федеральным законом «О банках и банковской деятельности», Положением ЦБ РФ «О реорганизации кредитных организаций в форме слияния и присоединения» от 4 июня 2003 г. № 230-П, Инструкцией Банка России № 109-И «О порядке принятия Банком России решения о государственной регистрации кредитных организаций и выдаче лицензий на осуществление банковских операций». Нужно отметить, что реорганизация кредитной организации может быть осуществлена по решению учредителей (участников) либо органа, уполномоченного на это учредительными документами, в отдельных случаях по решению уполномоченных государственных органов или суда.

При осуществлении своей деятельности очень часто банки не выдерживают конкурентной борьбы, в результате чего ухудшается их финансовое состояние, что приводит к банкротству и ликвидации банка.

В Российской Федерации выделяют следующие факторы, вызывающие банкротство кредитной организации: недостаточная величина собственного капитала банка; низкое качество активов банка (при этом критериями качества выступают ликвидность, диверсифицированность активов); низкое качество ресурсной базы (критериями качества являются зависимость от межбанковского кредита, стабильность депозитной базы); несогласованность активов и пассивов по срокам и суммам в результате просчетов по управлению ликвидностью; низкий уровень менеджмента банка, когда не обеспечивается состыковка всех элементов (не используются на высоком уровне активы банка, неграмотность в управлении, мошенничество); плохая репутация банка. Помимо указанных факторов на устойчивость банка большое влияние оказывает внешняя среда — экономическая и политическая обстановка в стране, законодательная база, работа Банка России.

Ухудшения финансового состояния можно избежать, во-первых, соблюдая основные требования к деятельности банка, во-вторых, своевременно принимая меры по предупреждению банкротства, например, с помощью санации (финансового оздоровления) банка или его реорганизации. Банк должен сам принять

решение, какие меры по предупреждению банкротства использовать на данный момент.

Санация как система государственных и банковских мер по предотвращению банкротства банков, улучшению их финансового состояния предполагает проведение ряда мероприятий: широкое участие акционеров и третьих лиц, которое включает оказание ими безвозмездной помощи, в том числе отсрочка погашения части обязательств; принятие солидарной ответственности перед кредиторами; размещение дополнительных средств акционерами и третьими лицами на счетах кредитной организации; оказание помощи банку в привлечении заемных средств, в том числе путем залога имущества банка; отказ акционеров от получения дивидендов. Совет директоров банка, правление банка в целях оздоровления должны в первую очередь проанализировать расходы и доходы банка и провести их сокращение или увеличение.

Сокращение расходов может быть осуществлено за счет сокращения численности персонала; уменьшения хозяйственных расходов; отказа от нерентабельных направлений бизнеса; закрытия, продажи убыточных филиалов, представительств; уменьшения процентных расходов.

Дополнительные доходы могут быть получены за счет развития безрисковых комиссионных операций и операций, не требующих больших затрат, за счет доходов от размещения привлеченных ресурсов под конкретные рентабельные операции и размещения части ресурсов в высоколиквидные активы. Для выравнивания баланса может быть проведена реализация имущества банка и других активов, например, продажа активов, не приносящих доход; сдача в аренду имущества; удовлетворение требований кредиторов за счет переуступки активов банка, залоговых ценностей. Помимо перечисленных мероприятий при санации может произойти изменение организационной структуры банка (если она не способствует рентабельной работе банка и созданию надежного внутреннего контроля), разработка специального механизма по обеспечению возврата ссуд, также могут привлекаться сторонние организации по управлению активами и пассивами.

Банк может использовать и вторую меру по предупреждению банкротства — реорганизацию, которая должна проходить либо в форме слияния с более устойчивой кредитной организацией, либо в форме присоединения. Если проблемный банк не выполняет требования по финансовому оздоровлению или реорганизации, то Комитет банковского надзора Банка России в соответствии с Федеральными законами «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», а также Положением о Комитете банковского надзора Банка России назначает временную администрацию на срок до шести месяцев. В ее функции входит

реализация полномочий исполнительных органов, разработка мероприятий по финансовому оздоровлению, контроль за распоряжением имуществом организации, установление кредиторов и размеров их требований, мер по взысканию задолженности перед организацией. В случае восстановления устойчивого финансового положения временная администрация отменяется и банк возвращается к текущей деятельности. Если оздоровления не происходит, т.е. временная администрация не смогла улучшить положение банка, то Центральный банк Российской Федерации отзывает лицензию на осуществление банковской деятельности. После чего учредители банка должны принять решение о его ликвидации.

Банки, как и любые коммерческие организации — юридические лица, могут быть ликвидированы по следующим основаниям:

- вследствие признания его несостоятельным (банкротом);
- по решению его учредителей (участников);
- по решению суда.

Требование о ликвидации банка в случае осуществления его деятельности с нарушением закона и иных правовых актов, регулирующих банковскую деятельность, может быть предъявлено в суд Центральным банком Российской Федерации. В этом случае инициатива Банка России о ликвидации кредитной организации выглядит как отзыв у банка лицензии на осуществление банковских операций.

Основаниями для отзыва лицензии на осуществление банковских операций являются установление недостоверности сведений, на основании которых выдана лицензия; задержка начала осуществления деятельности более чем на год со дня ее выдачи; установление фактов недостоверности отчетных данных; задержки более чем на 15 дней представления ежемесячной отчетности; осуществление, в том числе однократное, банковских операций, не предусмотренных лицензией Банка России; неисполнение требований федеральных законов, регулирующих банковскую деятельность, а также нормативных актов Банка России, если в течение года к кредитной организации неоднократно применялись меры воздействия, предусмотренные Законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»; неспособность банка удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и/или исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в течение одного месяца с наступления даты их исполнения, если требования к кредитной организации в совокупности составляют не менее одной тысячи минимальных размеров оплаты труда, установленных федеральным законом; неоднократное в течение года виновное неисполнение содержащихся в исполнительных документах судов, арбитражных судов требований о взыскании денежных средств со счетов (вкладов) клиентов

банка при наличии денежных средств на счете (вкладе) указанных лиц. После отзыва лицензии банк не вправе заниматься банковской деятельностью, иначе сделки, совершенные им после отзыва лицензии, могут быть признаны недействительными.

Ликвидацию банков осуществляет ликвидационная комиссия, в состав которой входят учредители банка, кредиторы банка, должностные лица исполнительного органа банка. При принудительной ликвидации банка арбитражный суд назначает ликвидатора, который проводит ликвидацию банка. При объявлении банка банкротом по решению арбитражного суда его ликвидация осуществляется в порядке конкурсного производства конкурсным управляющим, назначаемым арбитражным судом [30].

Ликвидация кредитной организации считается завершенной с момента аннулирования записи о регистрации кредитной организации в Книге государственной регистрации кредитных организаций.

Деятельность универсальных коммерческих банков определяют три основные функции — аккумуляция и мобилизация временно свободных денежных средств, предоставление кредита, посредничество в осуществлении платежей и расчетов [13].

Функция *аккумуляции и мобилизации временно свободных денежных средств* является одной из старейших функций банков. Коммерческим банкам принадлежит ведущая роль в привлечении свободных денежных средств всех экономических агентов (населения, предприятий и государства) и превращении их в капитал с целью получения прибыли. Первоначально коммерческие банки в своей деятельности использовали только собственные денежные средства, но впоследствии стало ясно, что этих средств недостаточно и необходимы чужие, заемные средства, что и предопределило роль банка как посредника в перераспределении денежных средств. В дальнейшем банки стали изыскивать возможности для расширения каналов привлечения денежных средств путем открытия различных вкладов и счетов, заинтересовывая владельцев денежных средств выплатой соответствующих процентов. В результате доля привлекаемых средств по отношению к собственным неизмеримо выросла и составила до 80% всего капитала банка. Выполняя функцию привлечения денежных средств, банки выступают в качестве заемщиков. Аккумулируя значительные денежные средства, банки, как уже отмечалось, не хранят у себя деньги, а превращают их в капитал путем вложения в экономику, предоставляя кредиты и приобретая ценные бумаги.

Выполняя функцию *предоставления кредита*, коммерческий банк выступает посредником между субъектами, имеющими свободные денежные средства, и субъектами, в них нуждающимися. В экономике часто наблюдается ситуа-

ция, когда денежные средства находятся у одних, в то время как реальная необходимость в них возникает у других. Такое соотношение теоретически можно реализовать с помощью предоставления первыми субъектами средств в кредит, но практически очень трудно из всей массы экономических субъектов найти того, у кого денежные средства имеются в необходимом количестве и на необходимый срок. Поэтому этим и занимается коммерческий банк как посредник в кредите, он, аккумулируя денежные средства (первая функция), имеет возможность предоставлять эти ресурсы нуждающимся в нужном количестве и на необходимый срок. Таким образом осуществляется кредитование предприятий, промышленности, государства и населения. Выполнение этой функции способствует расширению производства, финансированию промышленности, созданию запасов, увеличению потребительского спроса, расширению финансовой деятельности правительства.

Посредничество в осуществлении платежей и расчетов — следующая функция коммерческого банка. Коммерческие банки обеспечивают функционирование платежной системы, осуществляя перевод денежных средств. О высокой эффективности использования платежных средств свидетельствует постепенное сокращение наличного денежного оборота и увеличение доли безналичных расчетов. В зарубежных странах на безналичные расчеты приходится свыше 90% всех расчетов, в России — около 64%. В целях реализации этой функции коммерческие банки открывают счета для своих клиентов, осуществляют перевод денежных средств. Значительное место в переводных операциях занимают средства, которые находятся во вкладах до востребования, причем они используются все эффективнее, улучшается технология расчетов, увеличивается стремление деловой клиентуры лучше использовать свои средства. Коммерческие банки проводят клиринговые зачеты, используя для этого клиринговые системы крупных банков, имеющих большое количество филиалов и отделений. Развивается система электронных расчетов — электронные деньги. Централизация платежей в банках способствует уменьшению издержек обращения. Коммерческие банки осуществляют также международные расчеты.

Помимо трех определяющих функций часто выделяют дополнительные функции коммерческого банка по выполнению отдельных операций. Среди них особое место занимает *функция создания платежных средств* в виде банковских депозитов, которые используются с помощью чеков, пластиковых карточек, векселей, электронных переводов. Эта функция появилась у коммерческих банков в силу развития кредитных денег, ухода из обращения золотых денег и превращения банкнотной эмиссии в депозитно-чековую, что позволило расширить безналичный оборот и сократить наличный. Однако экономика нуждается в необходимых, но не чрезмерных поступлениях денег. Если количество денег

в обращении увеличивается, растет инфляция, и наоборот. В этом случае центральный банк ограничивает создание денег путем изменения величины денежного мультипликатора. Цель банковской системы — обеспечить соответствие количества денег в обращении потребностям в них, поддержание нормальных темпов роста экономики и высокого уровня занятости.

Развитию функции кредитования способствует *функция организации выпуска и размещения ценных бумаг*. Она осуществляется посредством инвестиционных операций и имеет большее значение в эластичной кредитной системе, которая является необходимым условием относительно устойчивых темпов роста экономики. При недоступности банковских кредитов расширение производства становится невозможным или будет отложено до тех пор, пока необходимые денежные средства будут накоплены. Более того, промышленные предприятия будут вынуждены держать крупные суммы денег, что было бы неэкономично, поэтому коммерческие банки организуют реализацию ценных бумаг на рынке ценных бумаг, что дает возможность перераспределить денежные средства. Расширение значимости этой функции привело к тому, что банки начиная с 20-х годов XX в. становятся прямыми конкурентами фондовых бирж, через которые реализуется основная часть розничных продаж ценных бумаг.

Таким образом, банк — это коммерческое предприятие, в основе которого лежит получение прибыли, а реализация функций происходит в результате осуществления пассивных и активных операций.

Функции банков реализуются через их операции. Согласно ст. 5 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» к банковским операциям относятся следующие: привлечение денежных средств физических и юридических лиц во вклады; ведение банковских счетов физических и юридических лиц; осуществление расчетов по поручению физических и юридических лиц по их банковским счетам; инкассация денежных средств, векселей, платежных и расчетных документов и кассовое обслуживание физических и юридических лиц; купля-продажа иностранной валюты; привлечение во вклады и размещение драгоценных металлов; выдача банковских гарантий; осуществление переводов денежных средств по поручению физических лиц без открытия банковских счетов.

Кроме перечисленных операций банки вправе осуществлять выдачу поручительств за третьих лиц, предусматривающих исполнение обязательств в денежной форме; доверительное управление денежными средствами и иным имуществом по договору с юридическими и физическими лицами; операции с драгоценными металлами и драгоценными камнями; предоставление в аренду физическим и юридическим лицам специальных помещений или находящихся

в них сейфов для хранения документов и ценностей; лизинговые операции; консультационные и информационные услуги.

Можно выделить три группы банковских операций коммерческих банков: пассивные, активные и комиссионно-посреднические, за которые банк взимает комиссионное вознаграждение (расчетные операции; факторинговое обслуживание; трастовые услуги (доверительного управления)).

В основе деления банковских операций на пассивные и активные лежит их влияние на формирование и размещение банковских ресурсов. Ресурсы банка — это сумма денежных средств, которая имеется в его распоряжении и может быть использована им для осуществления активных операций.

В результате проведения пассивных операций увеличиваются остатки денежных средств на пассивных счетах баланса банка (на них учитываются фонды банка, остатки на депозитных счетах клиентов, задолженность по кредитам другим банкам, прибыль банка и др.). Активные операции ведут к росту средств на активных счетах (на них отражаются денежная наличность, банковские ссуды, вложения в ценные бумаги, здания, оборудование и т.д.).

Между пассивными и активными операциями коммерческого банка существует тесная взаимосвязь. Прежде всего, размер и структура активных операций, обеспечивающих получение доходов, во многом определяются имеющимися у банков ресурсами. В этом смысле пассивные операции, формирующие ресурсную базу банка, являются первичными по отношению к активным. Предоставляя ссуды, покупая ценные бумаги, банки вынуждены постоянно осуществлять контроль за состоянием пассивов, отслеживать сроки выплат по обязательствам вкладчикам. Если ресурсов не хватает, банку приходится отказываться от выгодных предложений, продавать высокодоходные ценные бумаги. В то же время значительная часть банковских депозитов возникает на базе активных операций при предоставлении ссуд в безналичной форме. Взаимосвязь пассивных операций проявляется в том, что банковская прибыль зависит от банковской маржи, т.е. разницы между ценой банковских ресурсов и доходностью активных операций.

Для успешной деятельности банк должен обеспечить координацию пассивных и активных операций: с одной стороны, не допускать несоответствия сроков пассивов и активов, например, выдачи долгосрочных ссуд за счет краткосрочных депозитов; с другой, — не иммобилизовать на длительный срок краткосрочные ресурсы в сумме, значительно превышающей стабильный остаток средств на банковских счетах, достаточный для очередных выплат.

Существует зависимость также между отдельными видами пассивов и активов. Например, открытие банковского счета крупному клиенту сопровождается возникновением тесных связей между ним и банком. Чтобы не потерять

клиента, банк предоставляет ему значительные ссуды, инвестирует средства в его ценные бумаги, выполняет расчетные и комиссионные операции.

Контрольные вопросы

1. Какие документы необходимы для открытия банка?
2. Какие виды лицензий получает банк?
3. Назовите формы реорганизации банков.
4. Как осуществляется процедура ликвидации банка?
5. Перечислите функции банков?

2.1.2. Пассивные операции банков

Пассивные операции (операции по формированию банковских ресурсов) имеют большое значение для каждого коммерческого банка. Во-первых, как уже отмечалось, ресурсная база во многом определяет возможности и масштабы активных операций, обеспечивающих получение доходов банка. Во-вторых, стабильность банковских ресурсов, их величина и структура служат важнейшими факторами надежности банка. Наконец, цена полученных ресурсов влияет на размеры банковской прибыли [14].

Следует также отметить важную народнохозяйственную и социальную роль пассивных операций банков. Мобилизация с их помощью временно свободных средств предприятий и населения позволяет банковской системе удовлетворять потребности экономики в основном и оборотном капитале, трансформировать сбережения в производственные инвестиции, предоставлять потребительские ссуды населению. Наконец, проценты по вкладам и долговым ценным бумагам банков частично компенсируют убытки населения от инфляции.

Пассивные операции делятся на две группы. К первой относятся операции по формированию *собственных ресурсов*, которые принадлежат непосредственно банку и не требуют возврата. С помощью операций второй группы банк привлекает средства на время, образует *заемные ресурсы*. По операциям второй группы у банка возникают обязательства перед вкладчиками и банками-кредиторами. Операции второй группы иногда называют пассивными кредитными операциями в отличие от активных кредитных операций (банковских ссуд). По пассивным кредитным операциям банк является заемщиком, а его клиенты — кредиторами банка, в то время как по активным кредитным операциям банк выступает кредитором по отношению к своим клиентам.

Одна из важнейших особенностей структуры пассивов банков по сравнению с нефинансовыми предприятиями — низкая доля собственных ресурсов: обычно от 10 до 20%, в то время как на нефинансовых предприятиях она в среднем составляет от 40 до 50%. По данным Банка России, удельный вес соб-

ственных средств в пассивах банковского сектора составил на начало 2007 г. 12,7% [13].

Несмотря на относительно небольшой удельный вес, собственный капитал банка играет важную роль в деятельности коммерческого банка, выполняя три основные функции: оперативную, защитную и регулируемую.

Оперативная функция состоит в том, что собственный капитал служит финансовым ресурсом развития материальной базы банка. Без начального капитала ни один банк (как, впрочем, и любое предприятие) не может приступить к осуществлению своей деятельности. Именно за счет собственных средств приобретают машины, оборудование, вычислительную технику, а также землю, здания и другие активы.

Собственные средства (капитал) могут использоваться также для расширения сети филиалов и отделений банка, для слияний. Размер собственных средств (капитала) в конечном счете определяет масштабы деятельности банка. Не случайно устанавливаемые центральными банками экономические нормы деятельности банков, рекомендуемые Базельским комитетом, базируются преимущественно на величине собственных средств (капитала) банка.

Защитная функция собственных средств (капитала) банка — поддержание устойчивости последнего, обеспечение обязательств банка перед вкладчиками и кредиторами. Собственные средства (капитал) банка выступают в качестве страхового, гарантийного фонда, который позволяет банку сохранять платежеспособность даже в случае наступления неблагоприятных обстоятельств, возникновения непредусмотренных расходов и убытков, создающих угрозу банковской ликвидности. Поскольку собственные средства (капитал) — это ресурсы, не подлежащие возврату, они служат резервом для покрытия обязательств банка. В пределах собственных средств (капитала) банк на 100% гарантирует ответственность по своим обязательствам. С учетом этого можно говорить о существовании обратной зависимости между величиной собственных средств (капитала) банка и его подверженности риску. Чем больше собственные средства (капитал) банка, тем меньше риск вкладчиков и кредиторов, надежнее банк и выше его платежеспособность. Банк, имеющий нулевую или отрицательную величину собственных средств (капитала), является неплатежеспособным. Это относится к банку, обязательства которого превышают его активы. Нулевое или отрицательное значение собственных средств (капитала) может иметь место в случае снижения рыночной стоимости активов банка (например, из-за обесценения банковского портфеля ценных бумаг).

Защитная функция собственных средств (капитала) банка тесно связана с понятием *достаточности капитала*, т.е. способности банка погашать финансовые потери за счет собственных средств (капитала), не прибегая к заемным

ресурсам. Эта способность определяется тем, в какой мере величина собственных средств (капитала) адекватна, т.е. соответствует рискованности банковских активов, иначе говоря, структуре и качеству последних. Это означает, что чем больше банковских активов сопряжено со значительным риском, тем больше должен быть объем собственных средств (капитала) банка. Достаточность капитала является относительной, а не абсолютной величиной. Для определения этой величины используется показатель (коэффициент) достаточности капитала. Он получил название коэффициента Кука, поскольку был рекомендован в 1988 г. Базельским комитетом по банковскому надзору, или Комитетом Кука, названным так по имени директора Банка Англии Питера Кука, являющегося инициатором его создания. (Базельский комитет был учрежден в 1975 г. председателями центральных банков стран Группы десяти. В него входят старшие должностные лица, представляющие органы банковского надзора, и центральные банки Бельгии, Великобритании, Германии, Италии, Канады, Люксембурга, Нидерландов, США, Франции, Швейцарии, Швеции и Японии. Заседания Комитета обычно проходят в Банке международных расчетов в г. Базеле.)

Согласно рекомендациям Базельского комитета отношение суммы капитала банка не может быть менее 8% суммы активов, скорректированных по степени риска (на каждые 100 единиц рискованных активов банк должен иметь как минимум 8 единиц собственного капитала). Чтобы поддержать достаточность капитала на таком уровне, банк может либо увеличить сумму капитала, либо сократить сумму активов, либо снизить долю активов с высоким риском. Рекомендации Базельского комитета по определению достаточности собственного капитала банка в зависимости от уровня рискованности банковских активов применяются почти в 100 странах, в том числе и в России.

Согласно ст. 62 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России может устанавливать нормативы достаточности собственных средств (капитала). В соответствии со ст. 67 Закона они определяются как отношение размера собственных средств (капитала) кредитной организации (банковской группы) и суммы ее активов, взвешенных по уровню риска. Инструкция Банка России «Об обязательных нормативах банков» от 16 января 2004 г. устанавливает минимально допустимое значение достаточности капитала (норматив Н1) в размере 10% для банков с суммой собственных средств (капитала) от 5 млн евро и выше; в размере 11% — с суммой менее 5 млн евро.

Регулирующая функция собственных средств (капитала) состоит в том, что центральные банки осуществляют регулирование деятельности коммерческих банков путем управления их собственными средствами (капиталом). Центральные банки устанавливают, во-первых, минимальный размер собственного капи-

тала, необходимый для получения банковской лицензии (Банк России установил его на уровне 5 млн евро), и, во-вторых, норматив достаточности капитала. В-третьих, как уже отмечалось, величина собственных средств служит базой большинства других экономических нормативов деятельности банков, устанавливаемых центральными банками.

Собственные средства (капитал) банка — это совокупность фондов и нераспределенной прибыли банка. Уставный фонд (капитал) образуется при создании банка, другие фонды — в процессе его деятельности.

Наибольший удельный вес в собственных средствах (капитале) банка приходится на уставный фонд (капитал). Размер уставного фонда, формы его образования и изменения определены в уставе банка. Порядок формирования уставного фонда зависит от правовой формы организации банка. Акционерные банки создают уставный капитал путем эмиссии акций, т.е. за счет средств, поступающих в оплату выпущенных акций (см. п. 6.2). Паевые банки формируют свой уставный капитал за счет паевых взносов (вкладов) участников.

Увеличение уставного фонда (капитала) может происходить либо путем размещения дополнительных акций или привлечения новых пайщиков, либо за счет отчисления части средств резервного и других фондов или нераспределенной прибыли.

Порядок образования и величина резервного фонда также определены в уставе банка. Его предназначение — покрытие таких рисков банка, по которым не формируются специальные резервы. Источником образования резервного фонда служат отчисления от прибыли. Помимо общего резервного фонда банки создают специализированные резервные фонды (резервы).

Банки могут создавать специальные резервы (фонды): фонд обновления малоценных и быстроизнашивающихся предметов; резервы под участие в капитале других юридических лиц; резервы под возможные потери по расчетам с дебиторами; фонд для представительских расходов; а также фонды накопления и социального развития (потребления).

Важным компонентом собственных средств (капитала) банка является его нераспределенная прибыль. Прибыль банка — это финансовый результат его деятельности, который образуется как сумма превышения доходов банка над его расходами. Нераспределенной называется прибыль текущего года и прошлых лет, остающаяся в распоряжении банка после выплаты дивидендов, налогов и отчислений в различные фонды.

Следует иметь в виду, что собственные средства банка — более широкое понятие, чем собственный капитал последнего. На собственный капитал приходится от 66 до 88% всех собственных средств банка. В него не входят аморти-

зация материальных и нематериальных активов, часть резервов на возможные потери по ссудам и часть резервов под обесценение ценных бумаг и др.

В соответствии с рекомендациями Базельского комитета собственные средства (капитал) банка делятся на две части: базисный капитал (капитал первого уровня) и дополнительный капитал (капитал второго уровня). Такое деление позволяет дать качественную оценку структуры собственных средств (капитала) банка. Капитал первого уровня — это наиболее стабильная по стоимости часть собственных средств, которая практически в любой момент может быть направлена на покрытие любых потерь. Капитал второго уровня — относительно более изменчивая часть собственных средств, его стоимость может меняться в зависимости от изменения стоимости активов и рыночных рисков.

В соответствии с Положением Банка России «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» от 10 февраля 2003 г. № 215П капитал первого уровня называется основным, а капитал второго уровня — дополнительным. Следовательно, величина собственных средств (капитала) банка определяется как сумма основного и дополнительного капитала.

В состав источников собственных средств, принимаемых в расчет основного капитала, включаются [13]:

- уставный капитал, за исключением капитала, сформированного путем выпуска привилегированных кумулятивных акций;
- эмиссионный доход;
- резервный фонд, сформированный за счет прибыли предшествующих лет и за счет прибыли текущего года, данные о которой подтверждены аудиторской организацией (индивидуальным аудитором);
- часть прибыли текущего года и предшествующих лет. В состав дополнительного капитала включаются:
- прирост стоимости имущества за счет переоценки;
- часть резервного фонда, сформированного в текущем году, не включенного в состав основного капитала;
- часть прибыли текущего и предшествующего года, не включенная в состав основного капитала;
- субординированный кредит (необеспеченный кредит (заем), договор о предоставлении которого предусматривает, в частности, срок не менее 5 лет, и положение о том, что в случае банкротства банка требования по кредиту удовлетворяются после полного удовлетворения требований иных кредиторов) за минусом сформированных резервов в соответствии с Положением Банка России № 254-П и Положением Банка России № 283-П в размере не более 50% величины основного капитала;

- часть уставного капитала, сформированного за счет капитализации прироста стоимости имущества при его переоценке.

Сумма дополнительного капитала не может превышать величину основного капитала. Если величина основного капитала имеет нулевое или отрицательное значение, то источники дополнительного капитала не включают в расчет собственных средств (капитала) банка.

Основная часть банковских пассивов (от 80 до 90%) — это заемные ресурсы, обязательства банка. Они состоят из трех групп: депозиты (вклады); кредиты других банков; средства, полученные от реализации долговых ценных бумаг, выпущенных банком.

Основная часть заемных ресурсов большинства банков — это депозиты, или вклады. Термин «депозит» (от лат. *depositum* — вещь, отданная на хранение) имеет несколько значений. В банковской практике под депозитом понимают, во-первых, денежные средства, внесенные в банк физическими и юридическими лицами в форме вкладов на определенных условиях, закрепленных в договоре банковского вклада; и, во-вторых, записи в банковских книгах, подтверждающие денежные требования владельцев депозита к банку.

Депозиты коммерческих банков можно классифицировать по условиям внесения, использования и изъятия средств, по категориям вкладчиков, по виду процентной ставки, срокам, валюте депозита, указанию получателя средств.

В зависимости от условий внесения, использования и изъятия средств депозиты подразделяются на депозиты до востребования, срочные и сберегательные.

Депозиты до востребования вносятся в банк без указания срока хранения. Вкладчик имеет право получить средства по первому требованию. К депозитам до востребования относятся средства, хранящиеся на расчетных, текущих, чековых, карточных счетах. Деньги могут зачисляться на счет и сниматься со счета (в наличной или безналичной форме) как частями, так и полностью. Счета могут быть как процентными, так и беспроцентными. Основная функция депозитов до востребования — обслуживание платежного оборота.

Срочные депозиты вносятся в определенной сумме и могут быть изъяты лишь при наступлении установленного в договоре срока, причем в полной сумме. Прием дополнительных взносов и выдача части денежной суммы не разрешаются. По срочным депозитам выплачивается более высокая ставка процента, чем по депозитам до востребования. Обычно чем больше срок депозита, тем выше ставка. На практике средства срочного депозита можно получить до наступления установленного срока, но при этом вместо установленной ставки процента выплачивается ставка на уровне ставки по депозиту до востребования. Основная функция срочных депозитов — накопление средств.

Сберегательные депозиты рассматриваются многими экономистами как разновидность срочных вкладов. Их объединяет со срочными вкладами то, что они также помещаются на определенный срок, их главная функция — накопление средств. По сберегательным вкладам, как и по срочным, выплачивается повышенная ставка процента, однако лишь по суммам, хранившимся на счете в течение определенного срока. В отличие от срочных депозитов по сберегательным депозитам можно производить дополнительные взносы. Сберегательные депозиты имеют много разновидностей: с ежемесячной выплатой процента, целевые, условные и др.

По категориям вкладчиков различают депозиты физических лиц, юридических лиц (в том числе и нефинансовых предприятий, организаций и банков — межбанковские депозиты). Существование межбанковских депозитов обусловило деление депозитных операций на пассивные (по привлечению средств банков во вклады) и активные (по размещению временно свободных ресурсов одних банков в других). Самой распространенной активной депозитной операцией является внесение коммерческими банками депозитов на корреспондентские счета, которые служат основой межбанковских расчетов.

Депозиты могут быть с фиксированной в договоре процентной ставкой, которая не может изменяться в течение срока депозита; и с плавающей ставкой, когда в договоре оговаривается право банка изменить уровень процента в течение срока депозита.

По срокам депозиты делятся на:

- краткосрочные — до 1 года;
- среднесрочные — от 1 года до 3 лет;
- долгосрочные — свыше 3 лет.

По валюте вклада различают депозиты в национальной валюте, в иностранной валюте, мультивалютные (конвертируемые) депозиты, когда вклад вносится в одной валюте, а погашается в другой.

Вклады могут быть именными, когда в свидетельстве о внесении вклада указано имя получателя средств, и на предъявителя, когда имя не указано.

Для пополнения ликвидности коммерческие банки обращаются за кредитом (в основном краткосрочным) к банкам-корреспондентам или к центральному банку. Межбанковские кредиты могут быть получены как на национальном, так и на международном рынках. Банки могут получать кредиты от других банков на основе кредитного договора, овердрафт — на основе соглашения об овердрафте, заключаемом дополнительно к договору об открытии корреспондентского счета, на основе депозитного договора (межбанковские депозиты). На рынке межбанковских кредитов (депозитов) широко используется также бронирование (блокировка) средств на корреспондентском счете на оп-

ределенный срок под установленный процент на основе соответствующего распоряжения банка-кредитора.

Для упрощения и удешевления заключения и оформления кредитных и депозитных договоров банки, постоянно работающие на рынке межбанковских кредитов (МБК) и депозитов, заключают генеральное соглашение о сотрудничестве (договор о намерении), в котором оговаривают основные условия заключения будущих сделок. В договоре достаточно конкретизировать сумму, срок и процент. После подписания генерального соглашения заключение кредитных и депозитных договоров по каналам электронной связи осуществляется очень быстро.

Третий источник заемных ресурсов коммерческих банков — выпуск на национальном и международном рынках долговых ценных бумаг: облигаций, векселей, депозитных и сберегательных сертификатов.

2.1.3. Активные операции банков

Роль активных операций (операций по размещению ресурсов) для любого коммерческого банка очень велика. Активные операции обеспечивают доходность и ликвидность банка, т.е. позволяют решить две главные задачи деятельности коммерческого банка. Активные операции имеют также важное народно-хозяйственное значение. Именно с помощью активных операций банки могут направлять высвобождающиеся в процессе хозяйственной деятельности денежные средства тем участникам экономического оборота, которые нуждаются в капитале, обеспечивая перелив капиталов в более перспективные отрасли экономики, содействуя росту производственных инвестиций, внедрению инноваций, осуществлению реструктуризации и стабильному увеличению промышленного производства, расширению жилищного строительства. Большое социальное значение имеют ссуды банков населению [13].

Активные операции можно разделить на четыре группы:

- кассовые операции (наличность в кассе банка, средства на счетах в центральном банке и корреспондентских счетах других банков);
- ссудные операции;
- вложения в ценные бумаги;
- основные средства (земля, здания, оборудование).

Существует определенная зависимость между доходностью, рискованностью активов и их ликвидностью. Чем рискованнее актив, тем больше дохода он может принести банку (доходность служит платой за риск) и тем ниже уровень ликвидности актива (рискованный актив труднее реализовать). Самые рискованные активы — обычно самые высокодоходные и наименее ликвидные.

Рассмотрим классификацию активов по таким качествам, как доходность, ликвидность, рискованность.

По *степени доходности* все активы делятся на две группы:

1. Приносящие доход (так называемые работающие) активы: банковские ссуды и значительная часть вложений в ценные бумаги.
2. Не приносящие доход (так называемые неработающие) активы. К ним относятся кассовая наличность, остатки средств на корреспондентских и резервном счетах в центральном банке, вложения в основные фонды банка — здания, оборудование.

С точки зрения *ликвидности* различают три группы активов:

1. Высоколиквидные активы, которые могут быть немедленно использованы для выплаты изымаемых вкладов или удовлетворения заявок на кредит, так как находятся в налично-денежной форме или легко и быстро могут быть переведены в нее. Сюда входят кассовая наличность, средства на корреспондентских и резервном счетах в центральном банке, средства на корреспондентских счетах в других коммерческих банках.

2. Ликвидные активы — это активы со средней степенью ликвидности. Они могут быть переведены в наличные деньги с небольшой задержкой и незначительным риском потерь. К ним относятся ссуды до востребования и краткосрочные ссуды, легкорезализуемые векселя и другие краткосрочные ценные бумаги, прежде всего, государственные.

3. Низколиквидные (и даже неликвидные, безнадежные) активы — такие активы, вероятность превращения которых в наличные деньги очень мала или нулевая. Это долгосрочные ссуды банка, его инвестиции в долгосрочные ценные бумаги, труднореализуемые здания, сооружения, долги с длительной просрочкой.

По *степени риска* Банк России делит активы на пять групп (см. Инструкцию Банка России № 110-И):

1. Активы со степенью риска от 0 до 2% (наличная валюта, средства на счетах в Банке России, вложения в долговые обязательства РФ, вложения в облигации Банка России и др.).
2. Активы со степенью риска 10% (вложения в государственные долговые обязательства стран, не входящих в число группы развитых стран, кредитные требования в МФ РФ и под залог драгоценных металлов в слитках и др.).
3. Активы со степенью риска 20% (вложения в долговые обязательства местных органов власти, средства на корреспондентских счетах в иностранных банках группы развитых стран и др.).

4. Активы со степенью риска 50% (средства на корреспондентских счетах российских банков и банков, не входящих в группу развитых стран, и др.).
5. Активы со степенью риска 100% включают все активы, не вошедшие в первые четыре группы.

Как правило, более 70% банковских активов приходится на ссудные операции и вложения в ценные бумаги. Доходы от этих операций служат главными источниками банковской прибыли.

Ссудные операции — это предоставление банком денежных средств на основе кредитного договора на условиях возвратности, платности, срочности (см. ст. 1 Закона «О банках и банковской деятельности»). Эти операции приносят банкам, как правило, основную часть процентных доходов.

Ссудные операции банков можно классифицировать по экономическому содержанию и по категории заемщиков, по обеспеченности, по уровню кредитного риска, по срокам и методам погашения, по порядку выдачи кредита.

В зависимости от экономического содержания и назначения ссуды подразделяются на:

- ссуды на коммерческие цели — на временные нужды финансирования текущих потребностей в оборотном капитале промышленных, торговых, сельскохозяйственных предприятий, для капитальных вложений, расширения и модернизации основного капитала в различных отраслях; для биржевых спекуляций;
- потребительские или персональные ссуды на жилищное строительство, покупку потребительских товаров длительного пользования, оплату обучения, лечения и т.п.

По категориям заемщиков различают банковские ссуды:

- акционерным компаниям и частным предприятиям (промышленным, торговым, коммунальным, сельскохозяйственным, брокерским);
- кредитно-финансовым учреждениям (банкам);
- населению.

Ссуды банка могут быть необеспеченными (бланковыми) или обеспеченными. Обеспечением ссуды может служить залог акций, облигаций, векселей и товарораспорядительных документов (варранта — складского свидетельства, подтверждающего нахождение товара на складе; железнодорожной накладной; коносамента — свидетельства о приеме груза к морской перевозке и др.), дебиторских счетов, закладных под автомобиль или другой вид движимого имущества или недвижимости. Ссуда под залог недвижимости называется ипотечной. Обеспечением ссуды может быть также поручительство или гарантия — договор с односторонним письменным обязательством поручителя или гаранта перед банком выплатить ссуду в случае ее невыплаты заемщиком, гарантирован-

ный депозит, а также страхование риска непогашения ссуды страховой компанией.

По уровню кредитного риска, т.е. риска неуплаты заемщиком основного долга и процентов, причитающихся кредитору в установленный кредитным договором срок, ссуды подразделяются на пять групп (см. Положение Банка России № 254-П от 26 марта 2004 г.):

1-я группа — стандартные ссуды (практически безрисковые);

2-я группа — нестандартные ссуды (умеренный риск невозврата);

3-я группа — сомнительные ссуды (значительный уровень риска);

4-я группа — проблемные ссуды — высокий кредитный риск;

5-я группа — безнадежные ссуды (вероятность возврата практически отсутствует, ссуда представляет собой фактические потери банка).

По срокам погашения ссуды делятся на ссуды до востребования (онкольные) и срочные.

Ссуда до востребования — это такая ссуда, погашения которой банк может потребовать в любое время. В соответствии с Положением Банка России «О порядке предоставления (размещения) кредитными организациями денежных средств и их возврата (погашения)» от 31 августа 1998 г. № 54П в случае предоставления ссуды на условии «до востребования» погашение суммы основного долга должно быть произведено клиентом-заемщиком в течение 30 календарных дней со дня предъявления банком-кредитором официального требования об этом (не позднее следующего рабочего дня за днем наступления условия/события), если иной срок не предусмотрен кредитным договором.

Срочные ссуды подразделяются на краткосрочные (от одного дня до одного года), среднесрочные (от года до 3—5 лет) и долгосрочные (на более продолжительные сроки). Сроки средне- и долгосрочных ссуд в разных странах различны.

Ссуды банков могут погашаться двумя методами. При первом методе весь основной долг по ссуде (без учета процентов) должен быть погашен на одну конечную дату путем единовременного взноса. Второй метод погашения — *в рассрочку*. Сумма ссуды списывается частями на всем протяжении действия кредитного соглашения. Платежи в погашение основной суммы долга осуществляются, как правило, равными частями периодически (ежемесячно, ежеквартально, раз в полгода или ежегодно). Второй метод погашения применяется обычно к средне- и долгосрочным ссудам. Проценты по ссуде также могут уплачиваться единовременно по истечении срока займа либо равномерными взносами на протяжении действия займа.

По порядку выдачи различают ссуды в безналичной или налично-денежной форме, в виде открытия кредитной линии (кредитного лимита), овер-

драфт, разовые (единовременные) ссуды, вексельные ссуды (векселедательский кредит), синдицированные (консорциальные) ссуды.

Согласно Положению Банка России № 54П (далее — Положение № 54П) банки должны, предоставляя ссуды в безналичном порядке, зачислять денежные средства только на банковский счет клиента-заемщика, в том числе при предоставлении средств на оплату платежных документов и на выплату заработной платы. Если ссуда выдается физическому лицу, денежные средства могут быть зачислены также на счет по учету сумм привлеченных банком вкладов (депозитов) физических лиц.

Ссуда в налично-денежной форме выдается заемщику (обычно физическому лицу) наличными деньгами.

В соответствии с Положением № 54П банки должны выдавать юридическим лицам ссуды (рублевые и в иностранной валюте) только в безналичном порядке; физическим лицам рублевые ссуды могут предоставляться как в безналичной, так и в наличной форме, а ссуды в иностранной валюте — только в безналичной.

Согласно Положению № 54П предоставление банковских ссуд осуществляется следующими способами:

- разовым зачислением денежных средств на банковские счета заемщика либо выдачей наличных денег заемщику — физическому лицу (разовая ссуда);
- открытием кредитной линии;
- кредитованием банковского счета заемщика при недостатке или отсутствии средств на нем и оплатой расчетных документов с этого счета (ссуда в форме овердрафта);
- участием банка в предоставлении денежных средств заемщику на синдицированной (консорциальной) основе;
- другими способами, не противоречащими действующему законодательству и настоящему Положению.

Разовые (единовременные) ссуды выдаются, как правило, для удовлетворения возникающих потребностей клиента. В кредитном договоре фиксируется сумма и срок погашения ссуды. На основе одного договора ссуда выдается один раз. Разовые ссуды могут быть как краткосрочными, так и средне- и долгосрочными.

В Положении № 54П под открытием *кредитной линии* понимается заключение соглашения/договора, на основании которого заемщик приобретает право на получение и использование в течение обусловленного срока денежных средств при соблюдении одного из следующих условий:

- общая сумма предоставленных заемщику денежных средств не превышает определенного соглашением/договором максимального размера (лимита выдачи);
- в период действия соглашения/договора размер единовременной задолженности заемщика не превышает установленного соглашением/договором лимита задолженности.

Банки вправе ограничивать размер денежных средств, предоставляемых заемщику в рамках открытой ему кредитной линии, путем одновременного включения в соглашение/договор обоих вышеуказанных условий, а также используя иные дополнительные условия.

Условия и порядок открытия кредитной линии определяются сторонами либо в специальном генеральном (рамочном) соглашении/договоре, либо непосредственно в кредитном договоре.

Особенность кредитной линии заключается, во-первых, в том, что на основании одного договора ссуда может выдаваться несколько раз, и, во-вторых, в том, что заемщик вправе не использовать кредитную линию (лимит выдачи) полностью или частично. По договору он приобретает право, но не берет на себя обязательство использовать ссуду.

Обычно кредитная линия открывается не более чем на год, но возможно ее продление. Это наиболее распространенная форма выдачи краткосрочного кредита и применяется, как правило, для кредитования постоянно возникающих потребностей клиента (платежей за товары и услуги, выплаты заработной платы, налогов). Удобство для заемщиков и банка при этом виде ссуды состоит в том, что в течение действия кредитной линии заемщик в любой момент может получить ссуду без дополнительных переговоров с банком.

В мировой практике технология использования кредитной линии различна. Выдача кредита по открытой кредитной линии может производиться с открываемого банком ссудного счета или применяется контокоррентный счет. Это активно-пассивный счет, на котором учитываются все операции банка с клиентом (в дебет счета записывают все платежи клиента, а в кредит — суммы поступлений на его счет). Поскольку все операции отражаются на контокоррентном счете, то после заключения договора об его открытии расчетный счет закрывается. Дебетовое сальдо контокоррентного счета показывает сумму долга клиента перед банком, а кредитовое — наличие у заемщика свободных средств, т.е. сумму обязательств банка перед клиентом. Предоставляемый по этому счету кредит называется *контокоррентным*. Контокоррентный кредит широко используется в Германии, Бельгии, Голландии, Италии. В России контокоррент не может использоваться, поскольку не соответствует требованиям Положения № 54П.

В Великобритании, Франции, Канаде, а также в России своеобразной разновидностью кредитной линии служит *овердрафт*. При овердрафте банк оплачивает расчетные документы клиента с его банковского счета сверх имеющегося на счете остатка (т.е. за счет ресурсов банка) в пределах кредитного лимита (лимита по овердрафту). Как и открытие кредитной линии, предоставление контокоррента и овердрафта нередко сопровождается требованием банка к заемщику хранить на банковском счете так называемый компенсационный остаток в определенном проценте от суммы установленного лимита кредитования. Иногда банк требует поместить соответствующую сумму на срочный депозит в данном банке.

В соответствии с Положением № 54П банки предоставляют овердрафт как юридическим, так и физическим лицам в случае, если проведение указанной операции предусмотрено условиями договора банковского счета либо договором вклада (депозита). Предоставление ссуды при недостаточности или отсутствии средств на счете клиента осуществляется при установлении в договоре лимита по овердрафту (т.е. максимальной суммы, на которую может быть проведена ссудная операция) и срока, в течение которого должны быть погашены возникающие кредитные обязательства клиента. При овердрафте все суммы, зачисляемые на банковский счет клиента, направляются на погашение задолженности, поэтому объем кредита меняется по мере поступления средств.

Синдицированными, или консорциальными, называются ссуды, предоставляемые двумя или более банками одному заемщику. Предоставляя такой кредит, банки объединяют на срок свои средства, образуя синдикат. В соответствии с заключаемым соглашением каждый банк берет на себя обязательство предоставить в определенных размерах средства для общего кредита. Синдицированные кредиты могут предоставляться также не синдикатом, а отдельным банком, который после заключения соглашения с заемщиком привлекает другие банки, выдавая им так называемые сертификаты участия. Коллективная организация кредитов позволяет распределить риск непогашения ссуды между банками, сокращая риск каждого банка, а также увеличить объем кредита.

Когда ссуда выдается в виде векселя (так называемый вексельный или векселедательский кредит), это означает, что заемщик в соответствии с кредитным договором использует полученную ссуду на приобретение векселя банка-кредитора. Банк, предоставив ссуду на основе кредитного договора, выписывает простой вексель и выдает его заемщику. Векселем в данном случае оформляется получение банком денежного займа, источником которого служит ссуда, предоставленная клиенту на основе кредитного договора. По сути, банк и клиент совершают две сделки. Сначала банк предоставляет клиенту ссуду, а затем клиент за счет полученных средств предоставляет банку заем под вексель.

Именно поэтому клиент должен при наступлении срока вернуть банку полученную ссуду и проценты на нее, а банк — заплатить по векселю последнему векселедержателю. Номинальная стоимость векселя должна быть равна сумме ссуды, дата возвращения ссуды устанавливается накануне срока погашения векселя. Полученный от банка вексель заемщик использует для расчетов со своим поставщиком, а в установленный срок выплачивает банку сумму векселя и проценты по ссуде. При наступлении срока погашения векселя банк выплачивает его сумму последнему держателю векселя.

Российские банки иногда выдают вексельные кредиты по другой схеме: банк-кредитор передает клиенту-заемщику обусловленные кредитным договором векселя. При этом кредитный договор не предусматривает получение от заемщика в момент выдачи векселя его денежного эквивалента. Таким образом, предметом договора банка с клиентом выступают не деньги, а векселя. Но в таком случае погашение займа должно осуществляться векселями, а не деньгами. В соответствии со ст. 807 ГК РФ по договору займа одна сторона (заимодавец) передает другой стороне (заемщику) вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить заимодавцу равное количество других вещей того же рода и качества. Данная сделка противоречит вексельному праву, в соответствии с которым выдачей векселя оформляется денежный заем (векселедатель простого векселя является заемщиком, а первый векселедержатель — заимодавцем). В письме ГУ ЦБ РФ по Архангельской области «О бухгалтерском учете операций с векселями» от 22 января 2003 г. № 4001/19 обращено внимание на то, что выдача банком клиенту выписанного (выпущенного) векселя до поступления средств в его оплату противоречит также ст. 815 ГК РФ и ведомственным нормативным актам по бухгалтерскому учету.

Процесс предоставления банковской ссуды (кредитный процесс) включает пять основных этапов: рассмотрение заявки на кредит, оценка кредитоспособности заемщика, оформление кредитного договора, выдача ссуды заемщику, кредитный мониторинг.

Осуществляя *вложения в ценные бумаги*, банк преследует две цели: получение дохода и обеспечение ликвидности. Для минимизации рисков по ценным бумагам банки осуществляют вложения в разные по надежности, срочности, доходности, эмитенту виды ценных бумаг, т.е. диверсифицируют портфель ценных бумаг.

Активные операции банка с ценными бумагами включают:

1) вложения в ценные бумаги с целью получения курсовой прибыли (разницы между курсом покупки и курсом продажи). Эти бумаги хранятся в портфеле банка непродолжительное время;

2) покупку ценных бумаг для получения дохода в виде процентов (по облигациям, векселям, депозитным сертификатам) и дивидендов (по акциям), а также участия в управлении предприятием. Такие бумаги хранятся в портфеле банка длительное время (обычно более года) и носят название «банковские инвестиции»;

3) вложения в ценные бумаги, приобретенные по операциям типа репо. Покупая такие бумаги, банк одновременно берет на себя обязательство их обратной продажи через определенный срок по фиксированному курсу. Иначе говоря, банк совершает покупку ценных бумаг на условиях их обратной продажи;

4) учетные операции — это преимущественно операции с векселями. Учет векселя — это покупка векселя банком (с передачей банку векселя по индоссаменту — передаточной записи). Покупая вексель у векселедержателя, банк приобретает право получения денег по векселю по истечении его срока. За то, что банк авансирует векселедателя, давая ему деньги немедленно, хотя срок погашения векселя наступает, например, через месяц, банк взимает с векселедателя, предъявившего вексель к учету, учетный процент, или дисконт. Дисконт равен разнице между суммой, обозначенной на векселе, и суммой, выплачиваемой банком при учете векселя. По истечении срока векселя банк предъявляет его должнику к погашению. Смысл этой операции для банка состоит в получении учетного процента, а для держателя, предъявившего вексель к учету, — в получении денег по векселю до наступления срока его погашения.

Кассовые операции — это операции коммерческих банков, связанные с получением, выдачей, хранением и перевозкой кассовой наличности. Кассовая наличность — это банкноты и монеты, хранящиеся в кассе банка и обеспечивающие его повседневную потребность в деньгах для наличных выплат — выдачи денег со счетов, размена денег, предоставления ссуд в наличной форме, выплаты заработной платы служащим банка.

Для работы с денежной наличностью коммерческий банк должен оборудовать в помещении кассовый узел. В его состав входят кассы разного назначения, хранилище ценностей, помещение по приему-выдаче денег инкассаторам и ряд других помещений. Для комплексного обслуживания клиентов банк создает кассовое подразделение, в которое могут входить такие службы, как приходные, расходные, приходно-расходные и вечерние кассы, а также кассы пересчета.

Банки устанавливают своим клиентам — юридическим лицам лимит остатка денежной наличности в кассе, для коммерческих банков центральный банк устанавливает предельные остатки денежной наличности в операционных кассах.

Контрольные вопросы

1. Какие банковские операции называются пассивными?

2. Какие банковские операции называются активными? Назовите виды активных операций коммерческого банка.
3. На какие две группы делятся пассивные операции коммерческого банка?
4. Какие функции выполняет собственный капитал коммерческого банка?
5. Что понимается под достаточностью капитала банка?
6. Как можно классифицировать ссуды по форме выдачи?

2.1.4. Финансовые результаты деятельности коммерческих банков

Определяющей целью деятельности коммерческого банка является получение максимальной прибыли при условии его стабильного положения и длительного функционирования на рынке. Являясь конечным финансовым результатом, величина полученной банком прибыли или убытка отражает результаты всех видов его деятельности, всех его активных и пассивных операций.

В увеличении объемов прибыли кроме самого банка заинтересованы государство, акционеры и пайщики, вкладчики банка, партнеры и клиенты. Для самого банка рост прибыли создает возможности расширения деятельности, увеличения операций и услуг, роста капиталов и резервов; для государства прибыль коммерческого банка является не только источником получения налогов, но и в определенной степени ориентиром надежности банка; для вкладчиков рост прибыли банка дает представление о его надежности и эффективности. Отчисления от прибыли — одна из основных частей оплаты труда персонала банка. Прибыль банка является источником выплат дивидендов акционерам и пайщикам [17].

Объем прибыли в определяющей степени зависит от суммы полученных доходов и суммы произведенных расходов.

Доходы коммерческих банков. Источником доходов коммерческого банка являются все виды его деятельности (бизнеса), которая разделяется на основную и побочную, а также виды его деятельности неординарного (непредвиденного) характера.

Основная деятельность банка — это совершение банковских операций и оказание банковских услуг клиентам. Вся остальная деятельность банка, приносящая доход, является побочной.

Источники доходов коммерческих банков рассматриваются в соответствии с видами банковского бизнеса и группируются в зависимости от формы получения, степени стабильности и порядка учета доходов.

Банковские доходы можно разделить на стабильные и нестабильные.

Стабильными являются доходы, которые постоянны для банка на протяжении довольно длительного периода (1—2 года). В связи с этим они могут планироваться на перспективу. К стабильным доходам в практике банка обычно относятся доходы от основной деятельности.

К *нестабильным* относятся доходы от валютных операций, операций с ценными бумагами на финансовых рынках. Обязательным условием успешной работы коммерческих банков является преобладающее увеличение доходов за счет стабильных источников при незначительной доле доходов за счет нестабильных источников.

Доходы коммерческого банка обязательно должны покрывать его расходы, тем самым образуя прибыль. При этом часть доходов банка направляется на создание резервов для покрытия имеющихся рисков. Кроме того, для эффективного функционирования необходимо, чтобы банк имел не только объем доходов, превышающих его расходы, и покрывал риски, но также обеспечивал и регулярность поступления доходов.

Совокупность доходов коммерческого банка в зависимости от формы получения разделяется на три группы: 1) процентные доходы; 2) комиссионные вознаграждения; 3) прочие виды доходов (штрафы, пени, неустойки, доходы от операций банков по реализации ценных бумаг, дисконтный доход и др.). В ряде случаев по отдельным кредитным операциям банк может получать одновременно и процентный доход, и комиссионные.

Сумма всех доходов банка в данном отчетном периоде называется *валовым доходом*, в составе которого выделяются следующие группы доходов:

- операционные доходы, в том числе процентные доходы, комиссионные доходы, доходы от операций на финансовых рынках и пр.;
- доходы от побочной деятельности банка;
- прочие доходы.

Наибольший удельный вес в структуре доходов коммерческого банка занимают *доходы от основной деятельности*, т.е. операционные доходы. В составе операционных доходов выделяются процентные и непроцентные доходы.

Преобладающими являются *процентные* доходы, т.е. доходы от платного размещения собственных средств банка и привлеченных средств. Это доходы от предоставления кредитов клиентам или от размещения временно свободных денежных средств в центральном и коммерческих банках, процентные доходы от вложений в долговые обязательства, доходы от различных операций — факторинговых, лизинговых, форфейтинговых, трастовых, учетных.

Все виды перечисленных процентных доходов формируются посредством предоставления денежных средств во временное пользование и приносят доход в виде процентов на вложенную сумму. В последние годы процентные доходы основной части российских банков составляют более 80% общего объема доходов. Процентные доходы по кредитам относятся к группе стабильных источников доходов банка.

Непроцентные доходы — это комиссионные доходы, доходы от операций на финансовых рынках, от переоценки средств в иностранной валюте.

К комиссионным относятся доходы, полученные за оказание клиентам банковских услуг некредитного характера, которые обычно называют комиссионными услугами банков, т.е. услуги, которые проводятся от имени, по поручению и за счет клиентов. Ставка комиссионного вознаграждения устанавливается в зависимости от суммы совершаемой сделки или операции. Наряду с этим к комиссионным относятся и доходы от тех видов услуг, плата за которые устанавливается в виде определенной суммы, а в отдельных случаях в виде сумм, компенсирующих понесенные банком определенные расходы.

Перечень оказываемых современными коммерческими банками услуг постоянно увеличивается. К числу основных банковских услуг, которые образуют комиссионные доходы, относятся расчетно-кассовое обслуживание юридических и физических лиц, предоставление банковских гарантий, банковское обслуживание валютных контрактов клиентов, конверсионные операции, брокерские и депозитарные услуги, операции с пластиковыми картами, лизинговые операции, фарфейтинговые операции, операции доверительного управления, факторинговые услуги, услуги депозитного хранения (предоставление клиентам в аренду специальных сейфов, ячеек и помещений для хранения ценностей и документов).

Большинство российских коммерческих банков предоставляют расчетно-кассовые и другие виды услуг своим клиентам бесплатно, покрывая связанные с этим расходы за счет доходов от размещения привлеченных средств. Плату за такие услуги в виде комиссионного вознаграждения взимает с клиентов только часть региональных банков.

В большинстве коммерческих банков увеличивается удельный вес комиссионных доходов в общем объеме всех доходов. Это обусловлено тем, что комиссионные доходы более стабильны, чем процентные. Происходит уменьшение доходности операций на отечественных финансовых рынках и сокращение уровней процентной маржи. Получение комиссионных доходов почти не сопряжено с рисками потери стоимости вложенных активов (кроме гарантийных операций).

Доходы от побочной деятельности банков имеют относительно небольшой удельный вес в структуре доходов коммерческого банка. Это доходы от оказания услуг «небанковского» характера: от сдачи в аренду банковских помещений, машин, оборудования, продуктов программного обеспечения и их возможной реализации; возможные доходы от участия в деятельности предприятий и организаций; доходы различных подразделений банка (учебных, маркетинговых, консалтинговых и других подразделений) от реализации информа-

ционных, рекламных, аудиторских, юридических, компьютерных, телекоммуникационных, маркетинговых, транспортных, охранных и других услуг, оказываемых клиентам банка.

Кроме доходов от основной и побочной деятельности банки получают и некоторые другие доходы, которые относятся к категории *прочих доходов*:

- доходы по операциям прошлых лет, поступившие или выявленные в отчетном году;
- штрафы, пени, неустойки, взысканные с клиентов;
- оприходование излишков кассы;
- восстановление сумм резервов;
- доходы в виде возврата сумм из бюджета за переплату налогов на прибыль;
- возмещение расходов по охране здания, коммунальных платежей от арендующих организаций;
- другие.

Эти доходы являются доходами непредвиденного характера и, как правило, не учитываются при составлении прогнозов доходов банка на предстоящий период.

Сумма доходов банка отражается на его балансе нарастающим итогом в течение определенного периода, зафиксированного в учетной политике банка, но не более одного квартала. По окончании зафиксированного срока счета доходов и расходов закрываются, а их сальдо относится на счет прибылей или убытков отчетного года.

Расходы коммерческих банков. Расходы коммерческих банков — это использование денежных средств, необходимых для осуществления всех видов банковской деятельности. Они разделяются по форме образования, характеру, периоду, к которому относятся, способу учета.

Классификация расходов коммерческих банков может быть аналогичной классификации доходов:

- операционные расходы, в том числе процентные расходы;
- комиссионные расходы, по осуществлению операций на финансовых рынках и пр.;
- расходы по обеспечению функционирования деятельности банка;
- прочие расходы.

Операционными являются расходы, производимые непосредственно для выполнения банковских операций. Главное их отличие от других видов расходов — зависимость их объема от объема и структуры совершаемых банком операций. В связи с этим операционные расходы называют также прямыми.

Основная часть кредитных ресурсов банка — это привлеченные средства, использование которых необходимо оплачивать в форме выплат процентов, соответственно эти расходы являются процентными. Данные затраты составляют наибольшую часть расходов банка.

Процентные расходы коммерческих банков, осуществляющих различные виды кредитной деятельности, обычно составляют более 50% всех его расходов. Одновременно их удельный вес в общей сумме расходов различен в каждом банке и зависит в первую очередь от соотношения отдельных видов платных пассивов (обязательств) банка.

Наибольшие суммы процентов обычно выплачиваются по вкладам населения и кредитам, получаемым на межбанковском рынке, депозитам юридических лиц, депозитным сертификатам, ценным бумагам (облигациям, процентным векселям). Относительно небольшие проценты банки выплачивают за использование средств, находящихся на счетах до востребования физических лиц, а также на расчетных и текущих счетах юридических лиц.

Таким образом, объем прибыли банка существенным образом зависит от величины и соотношения различных видов процентных расходов: чем меньше величина процентных расходов, тем больше прибыль банка.

Оплата расходов банка по оказанию клиентам услуг некредитного характера — по оплате услуг банков-корреспондентов, центрального банка, бирж, юридических фирм, процессинговых и клиринговых центров и др. — производится обычно в виде комиссии от суммы совершаемой операции. В связи с этим данная группа расходов классифицируется как *комиссионные*, которые составляют небольшой удельный вес в общей сумме расходов банка.

Отдельную группу расходов банка составляют расходы *по осуществлению операций на финансовых рынках*, расходы на приобретение акций, облигаций, оплата купонных доходов по облигациям, оплата по векселям, расходы по переоценке ценных бумаг и другого имущества, а также расходы по операциям с иностранной валютой.

К *прочим* операционным расходам относится ряд расходов, непосредственно связанных с проведением определенных банковских операций. Это почтовые и телеграфные расходы по платежам клиентов, налоги, относимые на затраты банка, и др.

Расходы по обеспечению функционирования банка включают затраты, которые нельзя отнести прямо на определенные банковские операции и которые являются, по существу, «общехозяйственными». Сумма этих расходов находится в прямой зависимости от объемов операций и всей деятельности банка.

Расходы по обеспечению функционирования банка — это:

- расходы на содержание всех зданий (офисов) и вспомогательных помещений (затраты на эксплуатацию и ремонт, амортизация, аренда помещений, коммунальные платежи и оплата налогов на землю и имущество) и др.;
- расходы на содержание персонала (оплата всех видов труда, расходы на командировки, социально-бытовые расходы, расходы по охране труда, по обучению и повышению квалификации и др.);
- расходы на приобретение и эксплуатацию банковского оборудования (компьютеры, программное обеспечение, телекоммуникационное оборудование, оргтехника, сейфы, офисная мебель и оборудование, различный инвентарь и др.);
- расходы на средства связи, телекоммуникации и информационные услуги (оплата телефонов и факсов, Интернета, каналов связи, информационных изданий и продуктов, специальных и периодических изданий);
- расходы на рекламу;
- транспортные расходы;
- прочие расходы по обеспечению деятельности банка (оплата юридических услуг, консалтинговых, аудиторских услуг, услуг на научные исследования, налоги, относимые на затраты, и др.).

Расходы по обеспечению функционирования деятельности банка можно сгруппировать и по другим признакам: расходы, осуществляемые за счет прибыли банка, и расходы, относимые на затраты; нормируемые и ненормируемые расходы; текущие расходы и расходы капитального характера; приобретение оборудования и др.

К группе *прочих расходов* обычно относят затраты банка, обусловленные непредвиденными (незапланированными) причинами: расходы по списанию, недостатке и хищению, штрафы, пени, неустойки, расходы по списанию дебиторской задолженности, расходы, связанные с выплатой сумм по претензиям клиентов, расходы, связанные со списанием задолженности по кредитам при недостаточности средств резервного фонда, расходы прошлых лет, выявленные в отчетном году, и др.

Особую группу расходов в банковской практике составляют затраты, связанные с формированием резервного фонда, предназначенного для покрытия возможных убытков и потерь по ссудам, возможных убытков по другим активным операциям, по дебиторской задолженности, по обесценению различных видов ценных бумаг.

Коммерческие банки стремятся к обоснованному снижению расходов. Одним из методов контроля за обоснованностью расходов банка, ориентированных

на их рациональное снижение, является бюджетирование, т.е. составление системы взаимосвязанных финансовых планов (балансов) коммерческого банка.

В ряде коммерческих банков составляются следующие виды бюджетов: операционных доходов и расходов; финансовых ресурсов, расходов на персонал, капитальных вложений; административно-хозяйственных расходов. Срок планирования обычно составляет один год. Сметы плановых затрат составляются с учетом взаимосвязи состава затрат и направления их использования, полного распределения затрат по сметам каждого подразделения банка. Метод бюджетирования дает возможность управлять расходами банка на основе анализа причин отклонения фактических расходов от запланированных показателей и их соответствующей корректировки.

Соотношение доходов и расходов банка характеризует *процентная маржа* - разница между процентными доходами и расходами коммерческого банка, т.е. между процентами полученными и уплаченными. Важность этого показателя определяется тем, что маржа характеризует доходность ссудных операций и одновременно показывает возможности банка покрывать за счет маржи свои издержки.

Маржа может характеризоваться как абсолютными величинами в рублях, так и относительными показателями в процентах. Абсолютная величина маржи определяется как разница между общей величиной процентного дохода и расхода банка, а также между процентными доходами и соответствующими расходами по отдельным видам активных операций.

Изменение абсолютной величины процентной маржи определяется рядом факторов: объемом кредитных вложений и других активных операций, приносящих процентный доход; разницей между процентными ставками по активным и пассивным операциям (спрэд); структурой привлеченных ресурсов; соотношением между собственным капиталом и привлеченными ресурсами; долей активных операций, приносящих процентный доход; темпами инфляции и др.

В состав прочих доходов при расчете достаточной процентной маржи включаются следующие виды доходов от оплаты услуг некредитного характера: плата за инкассацию, расчетно-кассовое обслуживание, информационные и консультационные услуги банка, за прочие услуги, проценты и комиссия, полученные за прошлые периоды, полученные штрафы, пени, неустойки.

Все показатели маржи рассчитываются на основе фактических данных как за прошедший период, так и на прогнозируемый период.

2.1.5. Формирование и использование прибыли

Прибыль коммерческого банка — это основной финансовый результат его деятельности, определяемый как разница между всеми доходами и расходами.

Если расходы превышают доходы, то этот результат имеет отрицательное значение и называется убытком.

Прибыль является источником и основой стабильности финансового положения банка и ликвидности его баланса, увеличения и обновления основных фондов банка, прироста его собственного капитала, увеличения и повышения качества банковских услуг. Чем выше абсолютная величина прибыли, тем больше возможность увеличения собственного капитала банка и ресурсов для роста его активных операций.

Формирование и распределение прибыли коммерческого банка обусловлено спецификой банковской деятельности, кругооборотом доходов и расходов банка.

В практике функционирования банка используется несколько показателей прибыли. Разница между суммой валового дохода и суммой затрат, относимых в соответствии с действующим положением на расходы банка, называется *балансовой* или *валовой прибылью* (убытком).

Исходя из приведенной ранее классификации доходов и расходов балансовая прибыль банка разделяется на:

- операционную прибыль, определяемую как разница между суммой операционных доходов и расходов;
- процентную прибыль, определяемую как превышение полученных банком процентных доходов над процентными расходами;
- комиссионную прибыль, определяемую как превышение комиссионных доходов над комиссионными расходами;
- прибыль от операций на финансовых рынках, определяемую как разница между доходами и расходами от этих операций;
- другие виды прибыли, получаемые от остальных видов деятельности.

Наибольшую долю в составе прибыли составляет операционная прибыль.

Важным показателем, характеризующим финансовый результат коммерческого банка, является *чистая прибыль* (прибыль, остающаяся в распоряжении банка), т.е. остаток доходов банка после покрытия всех расходов, связанных с банковской деятельностью, уплаты налогов и отчислений в различные фонды.

Объем чистой прибыли банка зависит от объема его доходов, величины соответствующих расходов и суммы налога, уплачиваемого за счет прибыли в бюджет.

Часть прибыли банка, отчисляемая в фонды накопления и специального назначения, носит целевой характер и расходуется на приобретение основных фондов, социальное развитие коллектива банка, потребительские и благотворительные цели.

За счет чистой прибыли, остающейся в распоряжении банка, производятся следующие расходы:

- затраты капитального характера (строительство, реконструкция, модернизация, приобретение объектов основных средств);
- премии, материальная помощь, вознаграждения, надбавки работникам банка, выплачиваемые в денежной и натуральной формах;
- обязательные отчисления в государственные внебюджетные фонды в части относимых за счет чистой прибыли расходов на оплату труда работников;
- отчисления в негосударственные пенсионные фонды и другие виды страхования;
- расходы на рекламу, командировочные и представительские расходы, произведенные сверх установленных норм;
- затраты на мероприятия по охране здоровья и другие социальные расходы;
- выплата дивидендов акционерам (пайщикам) банка;
- расходы, связанные с организацией банком филиалов и представительств, в том числе и за рубежом;
- уплата налогов на операции с ценными бумагами, приобретаемыми в собственность банка, иных налогов и сборов, относимых за счет чистой прибыли;
- уплаченные проценты по просроченным межбанковским кредитам, включая централизованные кредиты и овердрафт;
- внесение сумм в бюджет в виде санкций в соответствии с законодательством.

Если резервный фонд составляет менее 15% от уставного капитала банка, то часть прибыли направляется туда; ежегодно в этот фонд должно отчисляться не менее 5% прибыли.

В соответствии с положениями Банка России на формирование резервного фонда могут быть направлены не использованные на начало отчетного года остатки средств фондов, образованных за счет прибыли предшествующих лет, оставшейся в распоряжении банка. Использование остатков средств не снижает стоимости имущества банка, их включают в расчет величины капитала банка. Данное перераспределение средств между фондами должно быть зафиксировано в специальном внутрибанковском положении о порядке формирования и использования фондов, сформированных за счет отчислений от чистой прибыли.

Основные направления и порядок использования резервного фонда регламентируются уставом коммерческого банка и Положением Банка России, в соответствии с которым средства резервного фонда могут быть использованы на:

- покрытие убытков банка по итогам работы за отчетный год;
- увеличение уставного фонда посредством капитализации в порядке, установленном законодательством и акционерами (пайщиками) банка;
- образование фондов за счет прибыли предшествующих лет, оставшейся в распоряжении банка; использование прибыли не уменьшает величины имущества банка, она включается в расчет величины капитала банка в части, превышающей установленный минимальный размер уставного фонда.

Часть прибыли коммерческого банка для финансирования затрат на приобретение вычислительной техники, специального оборудования, средств связи, транспорта, т.е. для увеличения основных фондов, направляется в специальный фонд накопления.

Для стимулирования трудовой деятельности персонала банка и социального развития коллектива определенная часть прибыли может отчисляться в фонды специального назначения (фонд материального поощрения и фонд социального развития). Использование средств фондов специального назначения осуществляется банком в соответствии с утвержденными сметами.

Прибыль в акционерных банках должна распределяться в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» (ст. 48) и письмом Банка России от 22 января 2003 г. № 9-Т, согласно которым распределение прибыли (в том числе выплата (объявление) дивидендов, за исключением прибыли, распределенной в качестве дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) осуществляется общим собранием акционеров по результатам финансового года.

В соответствии с действующим законодательством выплата дивидендов — это право, а не обязанность акционерного общества. Собрание акционеров банка может вынести решение не выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям, а использовать эти средства на другие цели. Дивиденды по привилегированным акциям должны обязательно выплачиваться, при недостатке прибыли они выплачиваются за счет средств резервного фонда.

Порядок использования прибыли и образования соответствующих фондов регламентируется учредительными документами кредитной организации и инструкциями Банка России.

Нераспределенная часть прибыли является источником финансирования затрат и расходов, не включаемых в состав расходов банка: расходов по содержанию объектов производственной сферы (учебных центров, медицинских

учреждений и т.п.), расходов, связанных с организацией филиалов и представительств, затрат на добровольное страхование банковских операций и др.

Объем, структура и динамика прибыли коммерческого банка подвергаются многостороннему анализу, в том числе анализу объема прибыли за отчетный период, анализу балансовой прибыли и ее структуры, анализу чистой прибыли, анализу использования прибыли, анализу прибыли в разрезе структурных подразделений банка, прибыльности основных направлений банковской деятельности и выполняемых банком операций.

При анализе уровня прибыли коммерческого банка используются три основных метода: структурный анализ источников прибыли, факторный анализ, анализ системы финансовых коэффициентов.

Контрольные вопросы

1. Что включается в совокупность доходов коммерческих банков?
2. Чем отличаются процентные доходы от комиссионных?
3. Какие виды доходов коммерческих банков можно отнести к стабильным, а какие к нестабильным?
4. Каковы основные направления расходов банка?
5. Какие статьи расходов коммерческого банка преобладают в общем объеме расходов?
6. Что такое балансовая (валовая) прибыль банка?
7. Как определить чистую прибыль коммерческого банка?
8. Каковы основные направления использования прибыли?

2.1.6. Инвестиционная деятельность коммерческих банков

Инвестиционные операции — это операции по инвестированию средств банков в ценные бумаги. Вложения банка в ценные бумаги являются значительным источником получения прибыли и позволяют обеспечить ликвидность. Вместе с тем, как показывает мировой опыт, вложения средств коммерческими банками в ценные бумаги играют важную роль в финансировании экономики. Например, задолженность кредитным учреждениям США в конце прошлого столетия более чем наполовину состояла из ценных бумаг (на долю ссуд приходилось 41%, на долю ценных бумаг — 59%). В значительной степени это объясняется ростом задолженности государства, которая практически полностью состоит из ценных бумаг. Вместе с тем наблюдается усиление роли ценных бумаг в кредитной задолженности нефинансового сектора США, доля которых в указанный период достигла 40%. Идет процесс секьюритизации — замещение банковского кредита выпуском ценных бумаг. Подобная ситуация наблюдается во Франции, а в Великобритании традиционно значительная часть

потребности предприятий в дополнительных денежных средствах удовлетворялась за счет выпуска ценных бумаг [26].

В России коммерческие банки имеют универсальный характер и являются активными участниками рынка ценных бумаг.

В настоящее время российские коммерческие банки вкладывают средства в облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, акции и другие документы, которые в установленном законодательством порядке отнесены к числу ценных бумаг.

Вложения в долговые обязательства включают средства, направленные кредитными организациями на приобретение государственных ценных бумаг, облигаций, сберегательных и депозитных сертификатов различных юридических лиц.

В зависимости от юридического лица — эмитента ценных бумаг в составе долговых обязательств в инвестиционном портфеле кредитных организаций представлены:

- государственные долговые обязательства Российской Федерации (ГКО, ОФЗ и др.), в том числе номинированные в иностранной валюте;
- долговые обязательства субъектов Российской Федерации и местных органов власти долговые обязательства (облигации и др.), эмитированные субъектами Российской Федерации (в том числе номинированные в иностранной валюте) и местными органами власти (номинированные в валюте Российской Федерации);
- долговые обязательства, выпущенные кредитными организациями — резидентами, — облигации, депозитные сертификаты и другие ценные бумаги кредитных организаций — резидентов;
- долговые обязательства, выпущенные нерезидентами, — долговые обязательства иностранных государств, банков- нерезидентов;
- долговые обязательства по договорам с обратной продажей — котируемые и некотируемые долговые обязательства, приобретенные по договорам, предусматривающим возможность их обратной продажи в течение 180 календарных дней включительно (вне зависимости от эмитента);
- долговые обязательства по договорам займа — приобретенные по договорам займа вне зависимости от срока договора и эмитента;
- акции кредитных организаций — резидентов и акции нерезидентов, включая акции банков-нерезидентов.

Приобретаются котируемые и некотируемые акции с целью получения инвестиционного дохода, а также в расчете на возможность роста их стоимости в длительной или неопределенной перспективе.

Операции репо. Для краткосрочного кредитования банки проводят операции по покупке ценных бумаг с условием обратного выкупа — операции репо. Суть этой операции заключается в том, что банк покупает ценные бумаги по цене ниже рыночной, чтобы застраховаться от возможного снижения курса на фондовом рынке. Необходимым условием такой сделки служит обязательство заемщика выкупить ценные бумаги в определенный срок и по заранее установленной цене, которая складывается из цены продажи и рыночной ставки процента. В мировой практике обеспечением сделки репо обычно служат государственные ценные бумаги, но могут приниматься депозитные сертификаты, закладные и другие обязательства.

Центральный банк Российской Федерации использует операции репо для поддержания ликвидности коммерческих банков, фондового рынка и в конечном итоге экономики в целом.

Инвестиционная политика банков. Высшее руководство банков и совет директоров определяют инвестиционную политику банка. При этом чем выше риски на рынке ценных бумаг, тем выше требования предъявляют к менеджеру по качеству управления портфелем ценных бумаг. Эта проблема особенно актуальна в условиях такого нестабильного рынка, как в России.

Различают следующие основные виды инвестиционной стратегии банка: пассивную (выжидательную) и активную, направленную на максимальное использование возможностей рынка.

Активная модель управления портфелем ценных бумаг предполагает тщательное отслеживание и немедленное приобретение инструментов, отвечающих инвестиционной политике формирования портфеля, а также быстрое изменение фондовых инструментов, входящих в портфель, чтобы сделать его более эффективным. Этот метод требует значительных финансовых затрат, так как связан с необходимостью получения информации, широкой базы экспертных оценок, проведения самостоятельного фундаментального и технического анализа, прогнозирования развития рынка ценных бумаг. Это может позволить себе только крупный банк, имеющий большой портфель ценных бумаг и стремящийся к получению максимального дохода на фондовом рынке.

Пассивная модель управления портфелем ценных бумаг предполагает применение диверсификаций и формирование портфеля с заранее определенной степенью риска и на длительную перспективу. Для этого необходимы определенные условия, а именно наличие разнообразных ценных бумаг хорошего качества, стабильность фондового рынка и экономики в целом.

Примером пассивной стратегии может быть метод «лестницы», суть которого заключается в том, что выделенную инвестором сумму на формирование портфеля ценных бумаг направляют равными долями на приобретение долго-

вых инструментов с разными сроками обращения, например, 1, 2, 3, 4 и 5 лет. По истечении первого года гасятся долговые обязательства со сроком обращения в один год и полученная сумма вновь инвестируется в долговые обязательства со сроком обращения 5 лет, затем гасятся долговые обязательства с двухгодичным сроком обращения и вновь приобретаются ценные бумаги с пятилетним сроком обращения, в итоге в инвестиционном портфеле постоянно находятся ценные бумаги на 5 лет вперед.

Считается, что максимальное сокращение риска при формировании портфеля достижимо, если в портфеле находится от 10 до 15 разных видов ценных бумаг. Однако на отечественном рынке лишь государственные ценные бумаги являются одним из основных объектов портфельного инвестирования, а рынок корпоративных ценных бумаг не отличается разнообразием, и далеко не каждый инвестор может позволить себе приобретать эти ценные бумаги.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные виды деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг.
2. Назовите группы операций банков исходя из целей их деятельности на рынке ценных бумаг.
3. Что означает эмиссионная деятельность коммерческих банков?
4. Какова цель выпуска банками собственных ценных бумаг?
5. Какие виды ценных бумаг выпускают коммерческие банки?
6. Какова процедура эмиссии банками ценных бумаг?
7. В чем заключается суть операций РЕПО?

2.2. Инвестиционная политика коммерческих банков

2.2.1. Понятие и элементы инвестиционной политики банков

Инвестиционная политика коммерческих банков предполагает формирование системы целевых ориентиров инвестиционной деятельности, выбор наиболее эффективных способов их достижения. В организационном аспекте она выступает как комплекс мероприятий по организации и управлению инвестиционной деятельностью, направленных на обеспечение оптимальных объемов и структуры инвестиционных активов, рост их прибыльности при допустимом уровне риска. Важнейшими взаимосвязанными элементами инвестиционной политики являются стратегические и тактические процессы управления инвестиционной деятельностью банка.

Под инвестиционной стратегией понимают определение долгосрочных целей инвестиционной деятельности и путей их достижения. Ее последующая детализация осуществляется в ходе тактического управления инвестиционными

активами, включающего выработку оперативных целей краткосрочных периодов и средств их реализации. Разработка инвестиционной стратегии является, таким образом, исходным пунктом процесса управления инвестиционной деятельностью.

Формирование инвестиционной тактики происходит в рамках заданных направлений инвестиционной стратегии и ориентировано на их выполнение в текущем периоде. Оно предусматривает определение объема и состава конкретных инвестиционных вложений, разработку мероприятий по их осуществлению, а в необходимых случаях — составление моделей принятия управленческих решений по выходу из инвестиционного проекта и конкретным механизмов реализации этих решений.

Разработка инвестиционной политики банка является достаточно сложным процессом, что обусловлено следующими обстоятельствами. Прежде всего, вследствие продолжительности инвестиционной деятельности она должна осуществляться на основе тщательного перспективного анализа, прогнозирования внешних условий (состояния макроэкономической среды и инвестиционного климата, конъюнктуры инвестиционного рынка и его отдельных сегментов, особенностей налогообложения и государственного регулирования банковской деятельности) и внутренних условий (объема и структуры ресурсной базы банка, этапа его жизненного цикла, целей и задач развития, относительной доходности различных активов с учетом факторов риска и ликвидности и др.), вероятностный характер которых затрудняет формирование инвестиционной политики.

Кроме того, определение основных направлений инвестиционной деятельности связано с масштабными проблемами исследования и оценки альтернативных вариантов инвестиционных решений, разработки оптимальной с позиций прибыльности ликвидности и риска модели инвестиционного развития. Существенно усложняет выработку инвестиционной политики изменчивость внешней среды деятельности банков, определяющей необходимость периодической корректировки инвестиционной политики, учета прогнозируемых изменений и выработки системы оперативного реагирования. Поэтому формирование инвестиционной политики банков сопряжено с существенными трудностями даже в условиях устойчиво развивающейся экономики.

Предпосылкой формирования инвестиционной политики служит общая деловая политика развития банка, основные цели которой являются приоритетными при разработке стратегических целей инвестиционной деятельности. Представляя собой важный составной элемент общей экономической политики, инвестиционная политика выступает фактором обеспечения эффективного развития банка. Процесс формирования инвестиционной политики банка в наиболее общем виде представлен на рис. 7.



Рис. 7. Процесс формирования инвестиционной политики банка

2.2.2. Формулирование целей инвестиционной деятельности

Основная цель инвестиционной деятельности банка может быть сформулирована как увеличение дохода от инвестиционной деятельности при допустимом уровне риска инвестиционных вложений. Помимо общей цели разработка инвестиционной политики в соответствии с избранной банком стратегией экономического развития предусматривает учет специфических целей, в качестве которых выступают:

- обеспечение сохранности банковских ресурсов;
- расширение ресурсной базы;
- диверсификация вложений, осуществление которой уменьшает общий риск банковской деятельности и ведет к росту финансовой устойчивости банка;
- поддержание ликвидности;
- минимизация доли не приносящих дохода активов (наличные деньги, средства на корреспондентских счетах в Центральном банке) за счет замещения их части краткосрочными инвестициями, имеющими сопоста-

вимую с денежными средствами степень ликвидности, но приносящими при этом некоторый доход;

- расширение сферы влияния банка посредством проникновения на новые рынки;
- увеличение круга клиентов и усиление воздействия на их деятельность путем участия в инвестиционных проектах, в создании и развитии предприятий, приобретении ценных бумаг, паев, долей участия в уставных капиталах предприятий;
- получение дополнительного эффекта при приобретении акций финансовых институтов, покупке филиалов, учреждение дочерних финансовых институтов в результате увеличения капитала и активов, соответствующего расширения масштабов операций, мобильного перераспределения имеющихся ресурсов, диверсификации средств, выхода на новые рынки, экономии текущих затрат.

2.2.3. Разработка основных направлений инвестиционной политики

Определение оптимальных способов реализации стратегических целей инвестиционной деятельности предполагает выработку основных направлений инвестиционной политики и установление принципов формирования источников финансирования инвестиций. В соответствии с этими критериями можно выделить следующие направления инвестиционной политики:

- инвестирование с целью получения дохода в виде процентов, дивидендов, выплат из прибыли;
- инвестирование с целью получения дохода в виде приращения капитала в результате роста рыночной стоимости инвестиционных активов;
- инвестирование с целью получения дохода, составляющими которого выступают как текущие доходы, так и приращение капитала.

Ориентация на одно из указанных направлений является ключевым звеном формирования инвестиционной политики, определяющим состав объектов инвестирования, источник получения дохода, уровень приемлемого риска и подходы к анализу инвестиций.

При выборе первого направления инвестиционной политики определяющее значение придается стабильности дохода. Отражая традиционные подходы к инвестированию, данное направление лежит в основе консервативной инвестиционной политики. Оно предусматривает вложение средств в активы с фиксированной доходностью в течение длительного периода времени при минимальном риске, высокой надежности и ликвидности инвестиций. Основной целью инвестиционного анализа является выявление степени надежности вложений, гарантированности доходов, уровня рисков и возможностей их хед-

жирования. Особое внимание уделяется ретроспективным и текущим аспектам анализа, сбору и обработке информации, характеризующей движение процентных ставок, доходность ценных бумаг, рейтинги компаний — эмитентов ценных бумаг.

При ориентации инвестиционной политики на приращение капитала на первый план выдвигается стабильность увеличения рыночной стоимости инвестиционных активов, а их доходность рассматривается лишь как один из факторов, определяющих стоимость активов. Политика, направленная на рост капитала, связана с вложениями средств в инвестиционные объекты, которые характеризуются повышенной степенью риска, обусловленной возможностью обесценения их стоимости. Рост рыночной стоимости объектов инвестирования может происходить как в результате улучшения их инвестиционных качеств, так и кратковременных колебаний рыночной конъюнктуры. При этом возрастает роль спекулятивной составляющей.

Особенности данного типа инвестиционной политики определяют усиление роли перспективных аспектов анализа по сравнению с ретроспективным и текущим анализом при принятии инвестиционных решений. Выбор рассматриваемого направления в качестве приоритетного характерен для агрессивной инвестиционной политики, целью которой является достижение высокой эффективности каждой инвестиционной операции, максимизации дохода в виде разницы между ценой приобретения актива и его последующей стоимостью при ограниченном периоде инвестирования.

В практике банковской деятельности оба направления инвестиционной политики могут сочетаться в различных формах, позволяющих, как правило, усилить преимущества и сгладить недостатки. Вариантом такой комбинации выступает умеренная инвестиционная политика, при которой предпочтение оказывается достаточной величине дохода в виде текущих выплат и приращения капитала при не ограниченном жесткими рамками периоде инвестирования и умеренном риске.

2.2.4. Определение источников финансирования инвестиций

Все формы и виды инвестиционной деятельности банков осуществляются за счет формируемых ими ресурсов. Политика формирования инвестиционных ресурсов призвана обеспечить осуществление инвестиционной деятельности в заданных масштабах и направлениях, эффективное использование собственных и привлеченных средств, вложенных в инвестиционные активы.

Разработка основных направлений инвестирования сопряжена с проведением одновременной работы по определению источников их финансирования. Прогнозирование потребности в общем объеме инвестиционных ресурсов про-

изводится на основе сопоставления объемов, предусмотренных при формировании основных направлений инвестиционной деятельности, и долей, приходящихся на инвестиционные активы при распределении эффективного потенциала банков между различными группами активов, с учетом предстоящих потоков денежных средств в виде платежей и поступлений, оценки возможностей привлечений средств на финансовом рынке в рамках общей финансовой стратегии банка.

При этом требуется обеспечение соответствия не только общих объемов инвестиций и источников их финансирования, но и ряда структурных показателей. Такие важные характеристики инвестирования, как доходность и риск, в немалой степени зависят от вида используемых для финансирования инвестиций банковских ресурсов, различающихся по стоимости привлечения, степени риска их изъятия и др.

Важным элементом инвестиционной политики является анализ структуры пассивов, выбор оптимального соотношения между собственным капиталом банка и его долговыми обязательствами, определение структуры долговых обязательств по срокам погашения, рискам изменения стоимости, прогнозирование альтернативных форм мобилизации инвестиционных ресурсов. Такая стратегия формирования инвестиционных ресурсов дает возможность сопоставить структурные показатели источников финансирования инвестиций с характеристикой рассматриваемых объектов инвестирования, сгруппированных по срокам, ликвидности и перспективам увеличения.

Принятие инвестиционных решений банка должно быть ориентировано на достижение оптимального соотношения между объемом и структурой вложений и их ресурсным обеспечением с позиций максимальной доходности и минимального риска, что является целевой функцией инвестиционной политики банка. Это предполагает прогнозирование направлений инвестирования в предстоящем периоде на основе прогнозируемых изменений объема и структуры инвестиционных вложений и источников их финансирования.

Таким образом, управление инвестиционной деятельностью должно охватывать как формирование основных направлений инвестирования, так и определение необходимого ресурсного обеспечения.

При формировании источников финансирования конкретных видов инвестиционных вложений необходим учет специфики различных видов банковских ресурсов, позволяющий осуществить их анализ по степени стабильности, издержкам привлечения и другим критериям.

Наиболее надежным и устойчивым источником финансирования инвестиций являются собственные средства (капитал) коммерческого банка. Собственные средства банка вследствие существенной специфики банковского дела

по сравнению с другими сферами коммерческой деятельности занимают небольшую долю в общем объеме банковских ресурсов.

Основными источниками финансирования активных операций, составляющими наибольшую долю в структуре банковских пассивов, являются депозитные средства (срочные и до востребования). Депозиты до востребования в отличие от срочных вкладов, выступая более дешевым источником ресурсов для банка, вместе с тем составляют группу пассивов, характеризующихся повышенной степенью риска изъятия.

Значительная часть привлеченных российскими банками средств носит бессрочный или краткосрочный характер. Это обстоятельство лежит в основе негативной оценки многими экономистами инвестиционного потенциала российских банков. Однако и при сложившейся структуре ресурсной базы имеются определенные возможности использования части краткосрочных средств для финансирования средне- и долгосрочных инвестиций без нарушения ликвидности.

Несмотря на постоянное движение средств на отдельных счетах, в общей их совокупности можно выделить некий стабильный неснижаемый остаток. Коэффициент трансформации, характеризующий границы трансформации бессрочных ресурсов в срочные, по расчетам составляет 10-40% от суммы величины остатков на счетах до востребования.

Рост возможностей по привлечению средств в депозиты связан также с использованием депозитных и сберегательных сертификатов, других финансовых инструментов, появившихся на российском рынке. Увеличение объемов их выпуска, срока обращения нивелирует колебания депозитов, способствует расширению ресурсной базы инвестиций банков. Стратегия поддержания устойчивости депозитов является важнейшей составляющей общей стратегии коммерческих банков.

В качестве источников финансирования инвестиций могут использоваться и ресурсы, формируемые за счет привлечения займов. К ним относят кредиты Центрального банка, межбанковские ссуды, средства, полученные в результате эмиссии долговых обязательств (облигаций, векселей). Заемные источники используются для финансирования инвестиций банками, проводящими активную политику. Для расширения возможностей финансирования инвестиционных активов, поддержания ликвидности они часто прибегают к обширным займам денежных средств на финансовом рынке. При этом важнейшим условием использования заемных средств является сопоставление издержек их привлечения с предполагаемыми доходами от инвестиционной деятельности.

На основе анализа специфики движения различных видов банковских ресурсов исходя из степени стабильности можно выделить следующие три группы:

- наиболее стабильные (собственные средства банков и долгосрочные обязательства);
- стабильные (срочные и сберегательные депозиты, займы у других банков, неснижаемый остаток депозитов до востребования);
- нестабильные (подверженные колебаниям остатки депозитов до востребования).

Чем больше доля стабильной и дешевой части банковских ресурсов, тем при прочих равных условиях выше прибыльность и устойчивость коммерческого банка. Любые сдвиги в структуре активов и пассивов воздействуют на доходность и степень риска банковских операций. В основе этих сдвигов лежат изменения кредитной и инвестиционной политики банка, которые в свою очередь определяются целым рядом макроэкономических и микроэкономических факторов.

2.2.5. Факторы, определяющие инвестиционную политику банков

К макроэкономическим факторам, влияющим на инвестиционную политику коммерческого банка, можно отнести:

- экономическую и политическую ситуацию в стране;
- состояние инвестиционного и финансового рынка;
- комплекс законодательных и нормативных основ банковской деятельности;
- политику налогообложения;
- структуру и стабильность банковской системы и др.

Анализ и учет данных факторов в процессе формирования инвестиционной политики предполагает сбор и обработку исходной информации. Аналитическая информация для оценки возможностей инвестирования представлена следующими блоками:

- макроэкономическая ситуация и инвестиционный климат;
- основные показатели, характеризующие макроэкономическое развитие инвестиционного рынка в целом;
- основные показатели развития отдельных сегментов инвестиционного рынка;
- показатели инвестиционной привлекательности отраслей экономики;
- показатели инвестиционной привлекательности регионов;
- данные о динамике отдельных инвестиционных инструментов;
- данные о деятельности отдельных хозяйствующих субъектов;
- законодательные и нормативные акты, определяющие режим инвестиционной деятельности банков;
- положения о налогообложении различных видов банковской деятельности.

Результаты оценки рассматриваемых показателей служат важным ориентиром при принятии инвестиционных решений. Качество исходной информации во многом определяет уровень инвестиционного анализа.

Основные микроэкономические факторы, воздействующие на формирование инвестиционной политики, включают:

- объем и структуру ресурсной базы, определяющие масштабы и виды инвестиционной деятельности; общую мотивацию деятельности банка, характер и значимость стратегических целей, обуславливающих выбор инвестиционной политики;
- стадии жизненного цикла банка;
- размеры, организационное строение и функциональную структуру банка;
- качество инвестиционных вложений, определяемое с учетом альтернативности доходности, ликвидности и риска;
- доходность сопоставимых активов;
- масштабы затрат на формирование и управление инвестиционным портфелем.

Разработка инвестиционной политики предполагает не только выбор направлений инвестирования, но и учет ряда ограничений, связанных с необходимостью обеспечения сбалансированности инвестиционных вложений коммерческого банка. Цели и ограничения устанавливаются законодательными и нормативными актами органов денежно-кредитного регулирования, а также органами управления банков.

Центральный банк Российской Федерации регламентирует инвестиционную деятельность коммерческих банков, определяя приоритетные объекты инвестирования и ограничивая риски путем установления ряда экономических нормативов (путем использования ресурсов банка для приобретения акций, выдачи кредитов, резервирования под обесценение ценных бумаг, невозврат ссуд), дифференцированных оценок риска по вложениям в различные виды активов.

Организация инвестиционной политики в банке предполагает разработку внутренних инструктивных документов, фиксирующих основные принципы и положения инвестиционной политики. Опыт банковской практики свидетельствует о целесообразности формулирования инвестиционной политики в виде инвестиционной программы. Отражая цели инвестирования, инвестиционная программа определяет основные направления вложений и источники их финансирования, механизм принятия и реализации инвестиционных решений, важнейшие характеристики инвестиционных активов: доходность, ликвидность и риск, их соотношение при формировании оптимальной структуры инвестиционных вложений.

Учитываемые при составлении инвестиционной программы ограничения связаны со следующими обстоятельствами. Поскольку этому виду деятельности присущи значительные риски, для принятия инвестиционных решений необходимо определить риск утраты инвестиционного капитала путем сравнительного анализа приемлемого для инвестора уровня риска и среднего уровня риска, свойственного данным активам, а также возможности его элиминирования за счет диверсификации активов или осуществления альтернативных инвестиций. Альтернативные инвестиции можно определить как вложения в активы, поведение которых при наступлении конкретной ситуации является диаметрально противоположным.

Вместе с тем, поскольку общая цель инвестирования заключается в получении дохода, важно обеспечить не только сохранность основной суммы инвестиций, но и определенный стабильный доход в виде текущих денежных выплат или приращения рыночной стоимости активов. Поэтому наряду с выявлением степени риска утраты капитала следует определить границы приемлемого риска доходов от инвестиционных вложений.

Взаимосвязь инвестиционных вложений и источников их финансирования обуславливает зависимость доходов от инвестирования и издержек мобилизации инвестиционного капитала. Поэтому границей допустимого риска выступает средневзвешенная стоимость привлечения инвестиционных ресурсов. Установив в процессе разработки основных направлений инвестирования предпочтительные формы дохода, инвестор определяет долю каждой формы в совокупном доходе от инвестиционных вложений.

Как отмечалось, управление инвестиционной деятельностью предусматривает анализ структуры активов для приведения их в соответствие со структурой инвестиционных ресурсов и обеспечения необходимого уровня ликвидности. Ликвидность инвестиционных активов должна быть сопряжена с характером пассивов, являющихся источником их финансирования.

По степени ликвидности в составе инвестиционных вложений можно выделить наиболее ликвидные активы, ликвидные активы и малоликвидные активы. При выявлении изменений ликвидности различных групп инвестиционных активов, нарушении установленных требований ликвидности и возрастании риска необходимо пересмотреть состав инвестиционных вложений портфеля и предпринять их реструктуризацию.

2.2.6. Анализ, оценка и мониторинг инвестиционной политики

Анализ и оценку разработанной инвестиционной политики осуществляют по следующим критериям:

- соответствие инвестиционной политики общей экономической политике банка по целям, направлениям и срокам реализации;
- внутренняя и внешняя сбалансированность инвестиционной политики;
- степень реализации инвестиционной политики;
- эффективность инвестиционной политики.

Изменение условий осуществления инвестиционной деятельности требует проведения постоянного мониторинга для успешного осуществления разработанной инвестиционной политики. Инвестиционная программа на момент составления не может охватить весь комплекс изменений внешних и внутренних факторов в перспективе. Поэтому гибкость и динамичность инвестиционной программы может быть достигнута путем текущей корректировки управления инвестициями, что предполагает объективную оценку эффективности отдельных вложений в краткосрочном периоде, определение возможностей выхода из инвестиционных проектов, реинвестирования капитала при наступлении неблагоприятной ситуации.

Выводы

1. Необходимость активизации участия банков в инвестиционном процессе определяется взаимообусловленностью эффективного развития банковской системы и экономики в целом. В наиболее общем виде основные направления участия банков в инвестиционном процессе включают мобилизацию банками средств на инвестиционные цели, предоставление кредитов инвестиционного характера, вложения средств в ценные бумаги, паи, долевые участия.

2. Инвестиционная деятельность банка имеет двойственную природу. С позиций экономического субъекта (банка) она рассматривается как деятельность по вложению ресурсов банка на срок в создание или приобретение реальных активов и покупку финансовых активов с целью извлечения прямых и косвенных доходов, осуществляемую по инициативе банка. В макроэкономическом аспекте, связанном с реализацией роли банков как финансовых посредников, инвестиционная деятельность банков понимается как деятельность, направленная на удовлетворение инвестиционных потребностей экономики.

3. Классификация форм инвестиционной деятельности коммерческих банков может осуществляться по ряду критериев, в частности, по объекту вложений, цели инвестирования, назначению вложений, источникам средств для инвестирования, срокам, рискам и т.д. Специфика банковской деятельности определяет некоторые особенности банковских инвестиций. Для банков как финансово-кредитных институтов более характерными являются не реальные, а финансовые инвестиции. Финансовые инвестиции банков включают вложения в ценные бумаги, срочные депозиты в других банках, инвестиционные кредиты,

паи и долевое участие. Особое значение для финансирования инвестиционной деятельности предприятий реального сектора экономики имеют производственные инвестиции банков. Они выступают в форме участия банков в капитальных затратах хозяйствующих субъектов и осуществляются путем предоставления инвестиционных кредитов и различных способов финансирования инвестиционных проектов.

4. Основной характеристикой форм и видов банковских инвестиций является их оценка с позиций так называемого магического треугольника доходность — риск — ликвидность, который отражает противоречивость этих инвестиционных качеств и означает, что в принципе нет инвестиционных ценностей, отвечающих одновременно всем составляющим критериям.

5. Инвестиционная политика коммерческих банков связана с формированием системы целевых ориентиров инвестиционной деятельности и выбором наиболее эффективных способов их достижения. Основными элементами инвестиционной политики являются стратегия и тактика управления инвестиционной деятельностью банка. Процесс разработки инвестиционной политики предполагает формулирование стратегических целей, разработку основных направлений инвестиционной политики, определение источников финансирования инвестиций, детализацию инвестиционной стратегии, анализ, оценку и мониторинг разработанной инвестиционной политики, корректировку инвестиционной политики.

Контрольные вопросы

1. Поясните суть инвестиционной деятельности коммерческих банков.
2. Перечислите основные виды инвестиционной стратегии банков.
3. Перечислите основные этапы разработки инвестиционной политики банков.
4. Каковы основные источники финансирования банковских инвестиций?
5. Как организован мониторинг и оценка эффективности проводимой банком инвестиционной политики?

Глава 3. ФИНАНСЫ НЕБАНКОВСКИХ КРЕДИТНО-ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

3.1. Финансы страховых компаний

3.1.1. Сущность и принципы организации финансов страховых компаний

Финансы любого хозяйствующего субъекта реализуются в рамках определенных организационных принципов, свойственных именно этой правовой форме и именно этой отрасли предпринимательской деятельности. Учитывая специфические стороны страхового бизнеса и опираясь на основы современной финансовой теории, можно выделить следующие принципы организации финансов страховой организации (рис. 8).

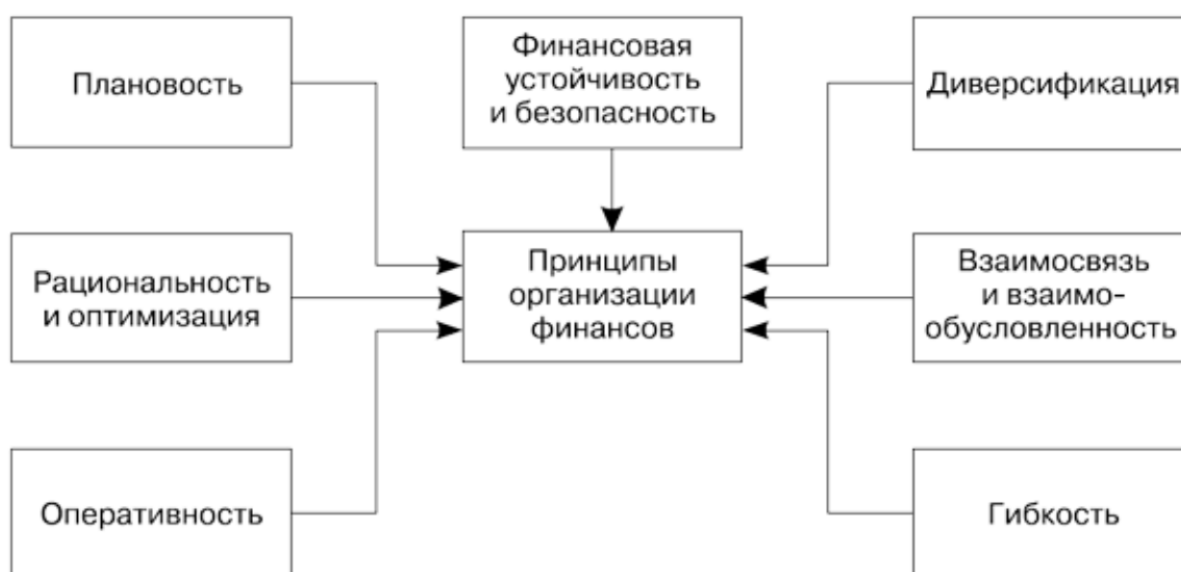


Рис.8. Принципы организации финансов страховой компании

Реализация *принципа плановости* достигается путем текущего и стратегического финансового планирования в страховой организации. Принцип присущ страховой деятельности, так как расчеты страховых тарифов (формирование цены на страховую услугу) или актуарные расчеты представляют собой планирование расходов, убыточности и прибыльности страховой организации [36].

Диверсификация в финансовой деятельности - это, во-первых, распределение финансового риска, что в полной мере осуществляется при планировании и формировании инвестиционного портфеля страховой организации; во-вторых, формирование устойчивого страхового портфеля основано на диверсификации технического риска страховщика.

Соблюдение *принципа финансовой устойчивости и безопасности* особенно актуально. Государство предъявляет повышенные требования к обеспечению финансовой устойчивости страховых организаций. Требование безопасно-

сти выполняется страховой организацией при реализации инвестиционной политики.

Принцип рациональности должен быть учтен при планировании и осуществлении различных расходов, осуществляемых страховыми организациями. *Принцип оптимизации* предполагает применение различных экономико-математических методов в управлении финансовыми ресурсами страхового предприятия.

Взаимосвязь и взаимообусловленность выполняется при воздействии на любую составляющую совокупных финансовых ресурсов страховой организации. Основные финансовые показатели страховой организации представляют собой единую систему, изменения в каком-либо отдельном составном элементе вызывают адекватные изменения в других.

Оперативность финансовой деятельности предполагает в случае негативной ситуации своевременность корректировки финансовой политики организации, принятия конструктивных решений и осуществления соответствующих действий с целью ликвидации угрожающего положения.

Гибкость организации финансов страховщика означает маневренность в управлении ресурсами страховой организации, проведение гибкой политики, подвижность статей доходов и расходов, состава и структуры инвестиций, тарифов и т. д.

Специфика финансовых отношений страховой организации обусловлена особенностями организации денежного оборота. Предприятия, занимающиеся производством продукции, реализацией товаров, вначале осуществляют затраты, а затем их возмещают, страховщик вначале привлекает денежные ресурсы, а затем выполняет обязательства перед страхователем, вследствие чего денежный страховой оборот организации сложнее, чем у предприятий других отраслей народного хозяйства.

Целесообразно рассмотреть наиболее принципиальные особенности функционирования страховых организаций:

- страховые организации относятся к предприятиям отраслей сферы нематериального производства, следовательно, в процессе кругооборота капитала отсутствует стадия производства и капитал на протяжении всего кругооборота имеет только денежную форму;
- страховая деятельность направлена на предоставление финансовой защиты от последствий наступления тех или иных конкретных событий индивидуальным институциональным единицам, подверженным определенным факторам риска;
- финансовая защита имущественных интересов осуществляется путем выплаты страхового возмещения, соответствующего реальной стоимо-

- сти ущерба, произошедшего в результате страхового случая и подлежащего компенсации;
- формирование интереса у участников страховых отношений, обусловленных наличием рисков;
 - страховым отношениям присуща замкнутая раскладка и выравнивание ущерба во времени и пространстве;
 - для страхования характерна возвратность аккумулированных в страховой фонд страховых премий через систему выплат за тарифный период;
 - страхование предусматривает эквивалентность отношений страхователя и страховщика и в то же время прибыльность страховой деятельности;
 - страховая услуга, предоставляемая страхователю - платная, страховая премия играет роль цены страхового продукта;
 - из совокупности взносов организация формирует страховой фонд, из которого происходит возмещение ущерба страхователям;
 - страховые взносы подлежат уплате авансом в начале каждого периода, охваченного полисом, а выплата происходит в течение какого-то времени после наступления страхового случая, в связи с чем страховые предприятия имеют временно свободные денежные средства;
 - наличие обязательного государственного надзора за страховой деятельностью в целях соблюдения требований законодательства Российской Федерации о страховании, эффективного развития страховых услуг, защиты прав и интересов страхователей, страховщиков;
 - в соответствии с требованиями государственного надзора инвестиционная деятельность страховых организаций основана на принципах диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности и др.

Финансы страховой организации представляют собой регулируемые государством денежные отношения, возникающие в процессе формирования и использования собственных, привлеченных и заемных финансовых ресурсов.

Финансовые ресурсы страховой организации - это денежные средства в форме доходов и внешних поступлений, необходимые для обеспечения жизнедеятельности страховой организации.

В экономической литературе в основном сложился единый подход к вопросу о классификации финансового капитала страховых организаций: принято считать, что он состоит из собственного, привлеченного и заемного капитала.

От того, как страховые организации распоряжаются данными средствами (правильно ли осуществляют страховые и перестраховочные операции, формируют страховые резервы и размещают их и т. д.), зависит их способность своевременно выполнять свои обязательства перед страхователями.

Спецификой деятельности страховщиков является её направление на предварительный сбор средств (страховых премий), чтобы в дальнейшем при наступлении определенных событий (страховых случаев) произвести гарантированные выплаты страховых возмещений и обеспечений.

Финансовые ресурсы страховой организации постоянно находятся в движении и во временном аспекте представляют собой финансовые потоки.

Механизм формирования финансовых потоков страховой организации представлен на рис. 9.

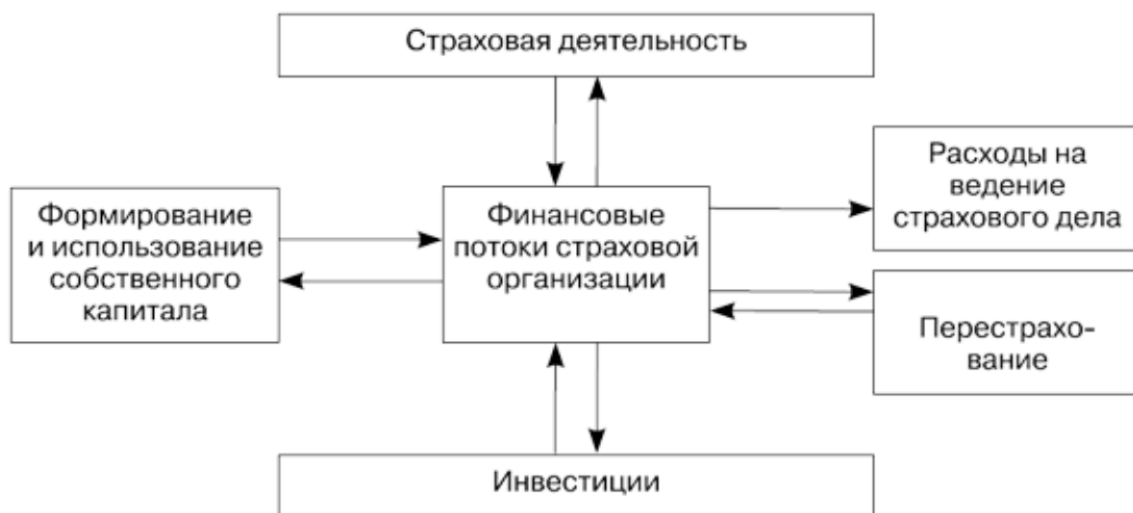


Рис. 9. Механизм формирования финансовых потоков страховой организации

Финансовые ресурсы страховщика обеспечивают его деятельность по оказанию страховой защиты. Страховщик формирует и использует средства страхового фонда, покрывая ущерб страхователя и финансируя собственные затраты по организации страхового дела. Кроме того, в условиях рынка страховщик, как правило, занимается инвестиционной деятельностью, используя часть средств страхового фонда и собственные средства.

Денежный оборот страховой организации включает в себя два относительно самостоятельных денежных потока: оборот средств, связанный с организацией страхового дела и обеспечивающий страховую защиту (последний проходит два этапа: на первом формируется и распределяется страховой фонд, на втором часть средств страхового фонда инвестируется с целью получения прибыли). Каждый из выделенных элементов денежного оборота средств страховой организации имеет свое социально-экономическое значение, в связи с чем движение средств на каждом этапе проходит под воздействием различных экономических и юридических факторов.

Возможное несоответствие между ожидаемым и фактическим ущербом предъявляет определенные требования к структуре тарифа: в его основную

часть (нетто-ставку) включается рисковая надбавка, отражающая возможную вероятность отклонения величины фактического ущерба от ожидаемого.

Выполняя свои финансовые обязательства, страховщик расходует полученные платежи, т. е. распределяет их по разным целевым направлениям, заложенным в тарифе. На этом этапе движения средств несовпадение расчетного (ожидаемого) ущерба с фактическим возможно как во времени, так и в пространстве. Из принципа замкнутой раскладки ущерба вытекает возможность оказывать помощь пострадавшим страхователям в данном году за счет остальных участников страхования - территориальная раскладка ущерба. Временная раскладка требует формирования за счет неиспользованной части совокупной нетто-ставки в благополучные годы запасных фондов, которые будут расходоваться в годы с повышенной убыточностью.

Особенности временной раскладки ущерба в рисковом страховании (как правило, краткосрочном) и накопления страховой суммы в долгосрочных видах страхования жизни и дополнительной пенсии породили два типа запасных фондов: по рисковым видам страхования и резервы взносов. В тех видах страхования, где ущерб может достигать катастрофических размеров, вероятно формирование запасных фондов перестраховочного характера.

Такие фонды в свою очередь могут формироваться по всем видам и отраслям страхования в совокупности, по каждому виду страхования в отдельности или по группам - как сочтет необходимым или более удобным страховщик. Первый вариант позволяет шире перераспределять средства, второй отвечает требованиям соблюдения эквивалентности взаимоотношений страховщика и страхователя (исключает возможность перераспределения средств между страхователями по конкретным видам страхования).

Чем выше вероятность того, что созданный страховщиком фонд окажется достаточным для выполнения им своих обязательств (возмещения ущерба), тем выше финансовая устойчивость страховщика. Следовательно, движение средств, связанное с формированием и использованием запасных фондов, вызвано непосредственно рисковым характером денежного оборота.

Потребность в повышении финансовой устойчивости страховых операций в условиях рискового характера кругооборота средств породила перестрахование, основанное на расширении раскладки ущерба.

Деятельность страховой организации в условиях рынка предполагает не только возмещение своих издержек, но и получение прибыли. Страховая организация не должна стремиться к получению большой прибыли от страховых операций (этим нарушается принцип эквивалентности взаимоотношений страховщика и страхователя). Более того, в страховании термин «прибыль» применяется условно, поскольку страховые организации не создают национального

дохода, а лишь участвуют в его перераспределении. Под прибылью от страховых операций понимается такой положительный финансовый результат, при котором достигается превышение доходов над расходами по обеспечению страховой защиты. Тем не менее страховые операции могут приносить иногда довольно значительную прибыль, но ее получение не становится ориентиром для страховой организации. Общественная эффективность деятельности страховщика может быть оценена весьма высоко и при незначительной прибыли от страховых операций, а в определенных ситуациях - и при ее отсутствии.

Основной источник получения прибыли для страховой организации - инвестиционная деятельность, проводимая путем использования части средств страхового фонда в коммерческих целях. Несмотря на то, что целью страховой деятельности служит оказание услуг, имеющих большое социальное значение, а целью инвестиционной деятельности - получение прибыли, они органически связаны. С одной стороны, источник финансирования инвестиционной деятельности - страховой фонд, с другой стороны, прибыль от инвестиционной деятельности может быть направлена на финансирование страховых операций. Например, в страховании жизни ожидаемая прибыль от использования средств резерва взносов в инвестиционной деятельности учитывается заранее при определении тарифа и тем самым способствует его снижению, влияя на величину страхового фонда.

Рисковый характер движения страхового фонда влияет и на инвестиционную деятельность, предъявляя серьезные требования к ликвидности вложенных средств.

В отличие от имеющего рискованной характер оборота средств по оказанию страховой защиты оборот средств, связанный с организацией страхового дела, регулируется действующим законодательством, организационной формой страховой организации и другими экономическими обстоятельствами. Эти обстоятельства определяют, например, порядок распределения прибыли, взаимоотношения с бюджетом и т. д.

3.1.2. Понятие финансового потенциала страховой компании

Страховая организация наряду с другими институтами (банками, биржами, инвестиционными фондами) составляет органичный элемент финансовой системы общественного хозяйства. Принцип аккумуляирования и последующего распределения значительных денежных потоков предопределяет состав и структуру капитала страховой организации, выделяя в качестве его основной ведущей части финансовые ресурсы.

Кругооборот средств страховой организации не ограничивается осуществлением страховых операций, он усложняется вовлеченностью ее в инвестиционный процесс.

Под *финансовым потенциалом* страховой организации понимают финансовые ресурсы, находящиеся в хозяйственном обороте и используемые для проведения страховых операций и осуществления инвестиционной деятельности.

Таким образом, данное определение обеспечивается:

- интегрированностью в финансовую систему общества;
- отраслевой спецификой структуры средств страховой организации;
- широкими возможностями инвестиционной деятельности.

Финансовый потенциал страховой организации складывается из собственного и привлеченного капитала. Привлеченная часть капитала в значительной степени преобладает над собственной, что обусловлено отраслевой спецификой. Деятельность страховой организации основана на создании денежных фондов на базе средств страхователей, поступивших в форме страховых премий. Эти средства лишь временно, на период действия договоров страхования, находятся в распоряжении страховой организации, после чего используются на страховые выплаты, преобразуются в доходную базу (при условии безубыточного прохождения договоров) либо возвращаются страхователем в части, предусмотренной условиями договора.

Возможность преобразования этих средств через некоторое время в доход страховщика обосновывает корректность определения «привлеченные средства», или «привлеченный капитал». Они временно могут быть использованы страховщиком, причем только в качестве инвестиционного источника.

В состав привлеченного капитала страховщика входят элементы, которые с полной уверенностью можно назвать заемным капиталом: кредиторская задолженность (например, по оплате труда), собственно заемный капитал - банковский кредит, занимающий в схеме чисто условное место. Страховые организации иногда прибегают к услугам банка в случае необходимости для выплаты заработной платы и т. п., но крайне редко, поэтому кредит - не столь значимый элемент привлеченного капитала.

Страховая организация может использовать на расходы только часть собираемой по договорам страхования премии, образованной за счет нагрузки. Основная же часть премии - рисковая премия (нетто) - предназначена строго на выплату страхового возмещения. Она обеспечивает исполнение основных договорных обязательств страховщика и используется только в случае необходимости при наступлении страхового события до тех пор, пока нетто-премия соби-

рается и резервируется, образуя страховой фонд организации. По содержанию фонд представляет собой отложенные выплаты страховщика. Фонд сформированный за счет привлеченных средств, противостоит обязательствам по возмещению ущерба. Состав и структура элементов фонда определяются отраслевой направленностью страховой организации, т. е. зависят от того, какими видами страховой деятельности она занимается. Обобщенная структура финансового потенциала страховой организации представлена на рис. 10.



Рис. 10. Структура финансового потенциала страховой организации

Величина собственного капитала имеет существенное значение на начальном этапе функционирования организации как при получении лицензии на право занятия страховой деятельностью, так и в последующем, поскольку у начинающей страховой организации, как правило, еще не сформирован адекватный страховой фонд, способный противостоять крупным ущербам. В этом случае утрата части собственного капитала означает предпринимательский риск, присущий отрасли.

Собственный капитал складывается из уставного, добавочного, резервного капитала и нераспределенной прибыли.

Формирование собственного капитала осуществляется путем внесения взносов учредителей и последующего пополнения из прибыли от страховой деятельности, доходов от инвестирования средств, а также путем дополнительной эмиссии акций.

Уставный капитал страховой организации формируется из вкладов в денежной форме его участников-учредителей за счет индивидуального взноса (частная организация) либо за счет группового вложения членов - акционеров общества.

В соответствии с требованиями бухгалтерской отчетности в структуре собственного капитала выделяют добавочный капитал. Источники образования добавочного капитала:

- средства, полученные в результате переоценки объектов основных активов;
- эмиссионный доход от размещенных акций;
- средства, безвозмездно переданные другими организациями.

Другой элемент собственного капитала - так называемый резервный (запасный) капитал. Методика формирования резервного капитала страховой организации не имеет отраслевой специфики, а соответствует общим принципам организации хозяйственной деятельности предприятий. Резервный капитал создается в соответствии с законодательством и учредительными документами. На его формирование используется часть чистой прибыли до достижения им определенного размера (не менее 5% уставного капитала).

Резервный капитал при определенных обстоятельствах может быть использован на покрытие убытков по результатам деятельности за отчетный год, а также для погашения облигаций общества и выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств. Формирование и использование резерва основано на законодательстве об акционерных обществах.

Для реализации функции основной деятельности страховая организация должна располагать специальными денежными ресурсами. В соответствии с целевым назначением они обозначаются страховыми резервами.

Назначение и виды страховых резервов определены в Законе РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации»: «...для обеспечения принятых страховых обязательств страховщики в порядке и на условиях, установленных законодательством Российской Федерации, образуют из полученных страховых взносов необходимые для предстоящих страховых выплат страховые резервы по личному страхованию, имущественному страхованию и страхованию ответственности...».

Формирование и использование страховых резервов составляют основную сторону деятельности страховых организаций. Страховые резервы предназначены для того, чтобы страховщик был в состоянии отвечать по своим обязательствам, которые он несет в соответствии с заключенными со страхователями договорами страхования. Согласно принятой за рубежом схеме формирования страховых резервов каждый вид обязательств, которые имеет страховщик, покрывается соответствующим видом страхового резерва. На практике величина страховых резервов показывает объем обязательств страховой организации на отчетную дату. Поскольку в основе расчета страховых резервов лежит оценка

неисполненных обязательств страховщика, размер страховых резервов изменяется адекватно увеличению или уменьшению страховой ответственности. Страховые резервы могут увеличиваться лишь адекватно увеличению обязательств страховщика по договорам.



Рис. 11. Состав страховых резервов страховых организаций

Резервы страховых организаций, предназначенные для исполнения обязательств по договорам страхования, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации рассматриваются отдельно по страхованию жизни и по иным видам страхования (рисковые виды).

На рис. 11 отображены основные виды страховых резервов, формируемых страховой организацией для выполнения обязательств перед страхователями. Существенным изменением в составе резервов следует считать требование о формировании стабилизационного резерва и резервов по обязательному страхованию гражданской ответственности владельцев транспортных средств (ОСАГО). Соотношение различных видов страховых резервов устанавливается законодательством и определяется в соответствии с деятельностью страховой организации.

3.1.3. Доходы, расходы и прибыль страховой организации

Для определения *налогооблагаемой прибыли* классификация доходов и расходов (затрат), их содержание регулируются главой 25 НК РФ (ст. 249, 269, 293, 294).

В зависимости от источника поступления выделяют три группы *доходов страховых организаций*:

- 1) от осуществления страховой деятельности;
- 2) от инвестиционной деятельности;
- 3) прочие.

Доходы от осуществления страховой деятельности:

- страховые премии по договорам страхования, сострахования и перестрахования;
- суммы уменьшения (возврата) страховых резервов, образованных в предыдущие отчетные периоды, с учетом изменения доли перестраховщиков в страховых резервах;
- вознаграждения и тантъемы по договорам перестрахования;
- вознаграждения от страховщиков по договорам сострахования;
- суммы возмещения перестраховщиками доли страховых выплат по рискам, переданным в перестрахование;
- суммы процентов на депо премий по рискам, принятым в перестрахование;
- доходы от реализации имущества, перешедшего к страховщику, в соответствии с действующим законодательством права требования страхователя к лицам, ответственным за причиненный ущерб;
- суммы, полученные в виде санкций за неисполнение условий договоров страхования;
- вознаграждения за оказание услуг страхового агента, брокера;
- вознаграждения, полученные страховщиком за оказание услуг сюрвейера и аварийного комиссара;
- другие доходы, полученные при осуществлении страховой деятельности.

Доходы от инвестиционной деятельности складываются из процентов по банковским вкладам, дивидендов по акциям, доходов по ценным бумагам, в результате операций с недвижимостью и т. д.

Инвестиционный доход - важный источник доходов для страховых организаций. Иногда он позволяет перекрыть отрицательный результат по страховым операциям.

Прочие доходы:

- от реализации основных фондов, материальных ценностей и прочих активов;
- от сдачи имущества в аренду;

- от прочей не запрещенной законом деятельности, непосредственно не связанной с осуществлением страховой деятельности (оплата консультационных услуг, обучения) и др.

Соответственно классифицируют и расходы.

Расходы страховой организации при осуществлении страховой деятельности:

- суммы отчислений в страховые резервы, формируемые на основании законодательства о страховании в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по надзору за страховой деятельностью;
- страховые выплаты по договорам страхования, сострахования и перестрахования;
- суммы страховых премий (взносов), переданных в перестрахование;
- вознаграждения и тантьемы, выплаченные по договорам перестрахования;
- суммы процентов, уплаченных на депо премий по рискам, переданным в перестрахование;
- вознаграждения за оказание услуг страхового агента и страхового брокера;
- расходы по оплате организациям или физическим лицам оказанных ими услуг, связанных со страховой деятельностью;
- расходы на ведение дела;
- другие расходы, непосредственно связанные со страховой деятельностью.

Финансовый результат представляет собой итог всей финансово-хозяйственной деятельности предприятия в денежном выражении.

В страховании финансовый результат (прибыль, убыток) традиционно определяется на основе сопоставления доходов и расходов за определенный период.

Конечный финансовый результат деятельности страховых организаций - прибыль (убыток) $P(Y)$:

$$P(Y) = P(Y)_{\text{сд}} - P(Y)_{\text{ид}} - P(Y)_{\text{пд}}, \quad (17)$$

где $P(Y)_{\text{сд}}$ - прибыль (убыток) от страховой деятельности;

$P(Y)_{\text{ид}}$ - прибыль (убыток) от инвестиционной деятельности;

$P(Y)_{\text{пд}}$ - прибыль (убыток) от прочей деятельности.

Прибыль отчетного периода страховой организации равна сумме прибыли от страховой, инвестиционной и прочей деятельности.

Прибыль в страховании может рассматриваться в двух аспектах: как финансовый результат и в тарифах (нормативная).

Нормативная прибыль закладывается в цене страховой услуги при расчете тарифа. Она представляет собой элемент нагрузки к нетто-ставке тарифа. Это расчетная прибыль страховщика, планируемая по конкретному виду страхования. Однако практика проведения страховых операций не всегда может обеспечить ожидаемый результат. Вероятностный характер деятельности страховых организаций обуславливает отклонения финансового результата от расчетной величины.

Вместе с тем при анализе финансово-хозяйственной деятельности страховых организаций особо выделяют прибыль от инвестиционной деятельности. Финансовый характер предоставляемых услуг предопределяет широкие инвестиционные возможности страховщика. По некоторым видам страхования инвестиционная прибыль может стать источником покрытия недостающих страховых резервов для возмещения убытков. Прибыль от инвестиций служит страховщику в качестве источника увеличения собственного капитала, развития страхового дела.

Относительные показатели, характеризующие финансовые результаты:

1) рентабельность рассчитывается как в целом по страховой организации, так и по отдельным видам:

- рентабельность страховых операций в целом либо по каждому виду страхования:

$$R_{\infty} = \frac{\text{Прибыль от страховых операций}}{\text{Сумма страховых взносов}} \times 100, \quad (18)$$

- рентабельность от инвестиционной деятельности:

$$R_{\text{и}} = \frac{\text{Прибыль от инвестиций}}{\text{Сумма страховых резервов}} \times 100, \quad (19)$$

- рентабельность активов:

$$R_{\text{а}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовая стоимость активов}} \times 100; \quad (20)$$

2) норматив выплат по видам страхования.

Сопоставляется норматив выплат, заложенный в тарифе, с фактическим уровнем, определяемым как отношение фактических выплат к собранным страховым премиям. Уровень страховых выплат:

$$y_{\text{св}} = \frac{\text{Сумма страховых выплат}}{\text{Сумма страховых взносов (премий)}} \times 100; \quad (21)$$

3) уровень расходов (сравниваются расходы страховой организации с объемом собранных страховых платежей);

4) уровень накладных расходов - отношение оплаченных комиссионных к общей сумме страховых платежей;

5) коэффициент убыточности определяется отношением страховых выплат и расходов на ведение дела к сумме собранных платежей.

Анализ динамики абсолютных и относительных показателей позволяет выявить негативные тенденции в развитии страхового дела и своевременно разработать мероприятия по их устранению.

Отчет о прибылях и убытках страховой организации представляет собой форму отчетности, прилагается к балансу страховщика и подлежит ежегодной публикации. Информация, отраженная в бухгалтерских документах, открыта для всех заинтересованных лиц. Доступность этих данных обусловлена социальным характером страховой защиты и позволяет клиентам получить необходимые сведения о финансовом положении страховой организации. Некоторые страховщики (особенно крупные) публикацию основных показателей финансово-хозяйственной деятельности используют в рекламных целях.

Анализ результатов деятельности предполагает сопоставление фактических итогов, достигнутых в течение определенного периода, с планируемым уровнем. В связи с этим особое внимание уделяется вопросам финансового планирования, планирования прибыли. Отечественная практика страхования предусматривает планирование прибыли лишь на уровне рассчитываемого тарифа на страховую услугу и предполагаемых расходов на продвижение нового страхового продукта.

Европейские страховые организации составляют бюджет, включающий основные прогнозные показатели по видам страхования (долгосрочное страхование жизни и страхование ущерба). Величина показателей в ходе деятельности подвергается корректировке в соответствии с наметившимися тенденциями. По своему содержанию бюджет представляет собой проект годового отчета деятельности страховщика (баланса). Невыполнение статей бюджета (прогноза) и отклонения фактических финансовых результатов от ожидаемых подвергаются тщательному анализу с выделением причин этих отклонений. Исполнение таких обязанностей лежит на отделах внутреннего аудита страховых организаций. Анализ финансовых результатов деятельности страховщика выходит непосредственно на исследование и изучение системы бухгалтерского учета страховых организаций.

Контрольные вопросы

1. Раскройте суть финансового механизма страховой организации.
2. Какие функции выполняет финансовая организация на финансовом рынке?

3. Что понимается под финансовым потенциалом страховой организации?
4. Каковы основные виды доходов страховой организации?
5. Перечислите основные категории расходов страховой организации.
6. Как формируется финансовый результат страховой организации?
7. Перечислите основные виды рентабельности страховых организаций.

3.2. Инвестиционная деятельность страховых организаций

Процесс реализации страховой услуги принципиально отличается от аналогичного процесса в других видах предпринимательства. Это обусловлено тем, что страхователь фактически авансирует страховщика, а реализация страховой услуги осуществляется спустя продолжительное время или может вообще отсутствовать. Указанная особенность реализации страховой услуги позволяет сделать два вывода [27].

1. В распоряжении страховщика в течение некоторого периода оказываются временно свободные от обязательств средства, которые должны быть инвестированы в целях получения дополнительного дохода.

2. Инвестирование страховщиком должно достаточно жестко регулироваться государством, поскольку страхователи объективно лишены возможности контролировать, насколько умело страховая организация распорядится предоставленными ей средствами и не поставит под угрозу выполнение обязательств по договору страхования.

Цель государственного регулирования порядка размещения страховых резервов - минимизация риска инвестиционной политики из-за главной особенности страховой организации как инвестора - вторичности инвестиционного портфеля по отношению к портфелю страховому.

Инвестиционная деятельность страховщика, как и любого другого инвестора, регулируется Федеральным законом от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений». Из-за специфики страховой деятельности помимо норм закона размещение страховщиками временно свободных средств регулируется также положениями Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» и Правилами размещения страховщиками страховых резервов (утвержденными приказом Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н).

Возможности страховой организации по участию в инвестиционном процессе определяются ее *инвестиционным потенциалом*, т. е. совокупностью денежных средств, временно или относительно свободных от страховых обязательств и используемых для инвестирования с целью получения дохода.

Реализация инвестиционного потенциала страховой организации представляет собой процесс инвестирования страхового фонда и собственного капитала.

Инвестиционный потенциал составляет ту часть финансового потенциала, которая остается после вычета расходов на ведение дела, заемных средств и страховых выплат. Если объемы указанных вычетов увеличиваются в большей степени, чем рост объема страхового фонда и собственного капитала, то может сложиться ситуация, когда при увеличении финансового потенциала страховой организации ее инвестиционный потенциал уменьшается. На практике существуют организации, у которых при большом финансовом потенциале инвестиционный потенциал невелик.

На инвестиционный потенциал влияет множество факторов:

- объем собираемых страховых премий;
- структура страхового портфеля;
- убыточность или прибыльность страховых операций;
- условия государственного регулирования формирования страховых фондов;
- сроки страховых договоров;
- объем собственных средств.

Для оценки инвестиционного потенциала страховой организации используется система показателей достаточности покрытия страховых резервов инвестиционными активами ($ДП_{ср}$):

$$ДП_{ср} = \frac{ИА + ДС}{СР_{нетто}}, \quad (22)$$

где $ДП_{ср}$ - достаточность покрытия страховых резервов инвестиционными активами;

ИА - инвестиционные активы, руб.;

ДС - денежные средства, руб.;

$СР_{нетто}$ - страховые резервы-нетто, руб.

Показатель уровня покрытия инвестиционными активами страховых резервов-нетто отражает степень размещения средств, за счет которых покрываются обязательства страховой организации, в инвестиционных активах и денежных средствах. Инвестиционные активы и денежные средства должны соответствовать или превышать размер страховых резервов. Наличие противоположной тенденции может означать размещение средств в неликвидных активах либо в активах с высокой степенью риска (дебиторская задолженность, нематериальные активы, оборудование и материалы).

Рентабельность инвестиций ($P_{ид}$) рассчитывается по формуле (23):

$$P_{ид} = \frac{\Pi_{ид}}{O_{и}} \times 100, \quad (23)$$

где $\Pi_{ид}$ - прибыль от инвестиционной деятельности, руб.;

$O_{и}$ - объем инвестиций, руб.

Данный коэффициент используется для оценки эффективности инвестиционной деятельности.

Доля инвестиций в собственном капитале ($D_{ид}$) отражает, сколько рублей дохода приходится на каждый рубль вложенных собственных средств:

$$D_{ид} = \frac{I_{д}}{СК}, \quad (24)$$

где $I_{д}$ - инвестиционный доход, руб.;

СК - собственный капитал, руб.

Концентрация страховщиками значительных финансовых ресурсов может превратить страхование в важнейший фактор развития экономики путем реализации эффективной инвестиционной политики.

Отечественный страховой бизнес отличается рядом особенностей, выделяющих его среди иностранных коллег, поэтому апробированные за рубежом схемы взаимодействия страховых организаций с фондовым рынком обычно имеют свои особенности либо просто отсутствуют в России. В этом плане интересны выводы специалистов Министерства по антимонопольной политике Российской Федерации (МАП России, МАП). МАП обращает внимание на усиление концентрации страхового капитала, в том числе в завуалированных формах. МАП делает вывод, что в стране существует несколько замкнуто-корпоративных страховых групп, которые тесно связаны на неконкурентной основе с отдельными секторами экономики и предприятиями, обслуживают их интересы по минимизации налогообложения и фактически не выполняют экономические функции, предусмотренные страховым законодательством. Замкнутость отечественных страховых организаций подтверждается фактическим отсутствием котировок их акций на фондовом рынке, а также незначительным интересом к нему. До недавнего времени большинство страховщиков предпочитали получать прибыль непосредственно на страховых или псевдостраховых операциях и довольствовались низкодоходными инвестиционными инструментами - банковскими векселями и депозитами. Более того, значительная часть средств просто хранилась на расчетных счетах. По мнению ряда аналитиков, ситуация стала меняться лишь в последнее время. Так, согласно опросу журна-

ла «Эксперт», ожидается всплеск инвестиционной активности страховщиков. Например, компания «АльфаСтрахование» намерена увеличить долю вложений в корпоративные облигации и паи фондов. Доля банковских инструментов в портфеле «РОСНО» снижается с 75-80% до 65-70% (одновременно растет удельный вес вложений организации в корпоративные облигации). «Энергогарант» предполагает увеличить долю рублевых вложений, составляющую на сегодняшний день 60% всех инвестиций организации.

Сближение страхового бизнеса с инвестиционным отражается и в организационных формах. Так, организация «Тройка Диалог» получила контроль над «Росгосстрахом», «Атон» - над страховой организацией «Россия», а «НИКойл» - над «Промышленно-страховой компанией». Инвестиционная организация «Регион» приобрела страховое общество «Импульс-Гарант» и т. д.

Другая особенность: активизация внедрения иностранных инвестиций в отечественный страховой бизнес. Так, по данным МАП, чешская страховая организация «Ceska Pojistovna a.s.» приобрела 49% акций ЗАО «СК «ОЛМА». Мюнхенское перестраховочное общество приобрело 10% акций АООТ «Русское перестраховочное общество». В результате указанной сделки Мюнхенское перестраховочное общество получило право распоряжаться 25% голосов, воплощенных в акциях АООТ «Русское перестраховочное общество». В целом в уставном капитале АООТ «Русское перестраховочное общество» после совершения сделки доля иностранных инвесторов составляет 55%.

По мнению МАП, в настоящее время доступ иностранных страховщиков как в части создания дочерних организаций на территории Российской Федерации, так и в части приобретения акций существующих российских страховых организаций практически неограничен. В ближайшем будущем проблема станет еще более актуальной и особенно обострится по мере вхождения России в ВТО. Массированное иностранное «наступление» принудит отечественное страховое сообщество к необходимости следования международным стандартам бизнеса, включая деятельность с финансовыми инструментами на фондовом рынке.

3.2.1. Принципы инвестирования временно свободных денежных средств страховщика

В соответствии с законодательством Российской Федерации размещение страховщиками временно свободных резервов должно осуществляться на условиях диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности. Рассмотрим эти принципы в последовательности с точки зрения их вклада в обеспечение финансовой устойчивости страховщика.

Принцип возвратности подразумевает размещение активов, обеспечивающее их возврат в полном объеме.

Принцип ликвидности означает, что структура вложений должна обеспечивать наличие у страховщика средств, способных быстро и без дополнительных затрат обратиться в денежные средства.

Принцип диверсификации требует распределения инвестиционных рисков на различные виды вложений, чем достигается снижение общей рискованности, а следовательно, повышение устойчивости инвестиционного портфеля страховщика. Принцип подразумевает наличие большого числа разнородных объектов инвестирования.

Принцип прибыльности вложений означает, что инвестиционная деятельность должна обеспечивать не только сохранность вложений, но и приносить определенный доход. Страховщики при размещении страховых резервов должны обеспечивать прибыльность вложений, позволяющую сохранить реальную стоимость вложенных средств в течение всего срока инвестирования.

Рассмотренные принципы в разной степени актуальны в зависимости от специализации страховой организации. Для страховщиков, специализирующихся на проведении операций по страхованию жизни, характерно дисконтирование взносов с учетом нормы доходности, очевиден приоритет потребности в инвестиционном доходе. Принцип ликвидности же не имеет первостепенного значения, поскольку этот вид страхования обычно носит долгосрочный характер.

Для страховщиков, занимающихся проведением операций по рисковому виду страхования, важна прежде всего ликвидность активов.

Целями инвестиционной политики любого инвестора служат безопасность и доходность вложений. Безопасность означает, что инвестиции осуществляются в надежные предприятия, деятельность которых, согласно прогнозам, станет успешной. Свободные активы должны возвращаться в полном объеме. Зачастую безопасность и высокая доходность инвестиций противоречат друг другу. При инвестировании средств в высокодоходные предприятия высок и риск таких вложений. В этом случае велика вероятность потерять не только доход, но и сами инвестированные средства.

Страховая организация самостоятельно определяет свою инвестиционную стратегию для размещения собственных средств и страховых резервов. При выборе объекта инвестиций необходимо учитывать взаимозависимость риска и дохода, т. е. соблюдать принцип диверсификации вложений. Можно вложить часть средств в низкодоходные и малорискованные активы, а другую - в высокодоходные, но с большой степенью риска. В результате инвестиционный риск

распределится среди различных видов вложений, что обеспечит финансовую устойчивость инвестиционного портфеля страховщика.

При формировании портфеля инвестиций необходимо анализировать и сопоставлять как ожидаемый доход, так и риск. Между нормой прибыли и риском при определенных условиях существует взаимосвязь, исследуя которую можно найти оптимальное соотношение между ними.

Правила размещения страховщиками средств страховых резервов, утвержденные приказом Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н (далее - Правила), устанавливают особый режим их размещения.

В соответствии с Правилами в покрытие страховых резервов принимаются:

- 1) государственные ценные бумаги Российской Федерации;
- 2) государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
- 3) муниципальные ценные бумаги;
- 4) векселя банков;
- 5) акции;
- 6) облигации (кроме относящихся к пунктам 1-3);
- 7) жилищные сертификаты, кроме относящихся к пунктам 1-3;
- 8) инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
- 9) банковские вклады (депозиты), в том числе удостоверенные депозитными сертификатами;
- 10) сертификаты долевого участия в общих фондах банковского управления;
- 11) доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью и вклады в складочный капитал товариществ на вере;
- 12) недвижимое имущество;
- 13) доля перестраховщиков в страховых резервах;
- 14) депо премий по рискам, принятым в перестрахование;
- 15) дебиторская задолженность страхователей, перестраховщиков, перестрахователей, страховщиков и страховых посредников;
- 16) денежная наличность;
- 17) денежные средства на счетах в банках;
- 18) иностранная валюта на счетах в банках;
- 19) слитки золота и серебра.

Так, в целях обеспечения ликвидности вложений для осуществления текущих выплат по проводимым страховым операциям на расчетном счете в банке должно находиться не менее 3% средств страховых резервов.

В целях обеспечения возвратности и ликвидности вложений, а также предотвращения оттока капитала из России и привлечения в национальную экономику дополнительных инвестиций предусмотрено обязательное размещение на

территории Российской Федерации не менее 80% страховых резервов. Размещение активов за пределами России может осуществляться только на основании разрешения Центрального банка Российской Федерации.

Если у страховщика возникают проблемы в связи с объективной невозможностью выполнить требования Правил либо если появляется возможность осуществления высокоэффективных инвестиционных проектов, не отвечающих всем условиям этого нормативного документа, страховщики вправе иным способом размещать страховые резервы при согласовании с Федеральной службой страхового надзора и соблюдением норм действующего законодательства.

В соответствии с Законом РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» предметом деятельности страховщика не может быть производственная, торгово-посредническая и банковская деятельность. Правила размещения страховых резервов запрещают использование этих резервов для заключения договоров займа с физическими и юридическими лицами, кроме предоставления страхователям ссуд по договорам страхования жизни.

Правилами также не разрешается заключение договоров купли-продажи, кроме договоров по приобретению государственных ценных бумаг, ценных бумаг местных органов управления, ценных бумаг акционерных обществ и других прав участия, недвижимого имущества, валютных ценностей.

Поскольку запрещено участие страховых организаций в учреждении биржи, Правила не разрешают приобретение страховщиками акций и паев товарных и фондовых бирж за счет средств страховых резервов.

Отсутствие законодательного определения интеллектуальной собственности, а также возможности достоверно определить ее цену как объекта вложений делает невозможным инвестировать средства страховых резервов в интеллектуальную собственность.

Средства страховых резервов не могут быть вложены в совместную деятельность, предполагающую проведение торгово-закупочных операций, они также не могут быть предметом залога, за счет них не может оказываться финансовая помощь, в том числе под проценты.

Специфика деятельности страховых организаций требует соблюдения принципа ликвидности инвестиций, т. е. структура вложений должна соответствовать структуре обязательств, обеспечивая своевременное и без дополнительных затрат превращение вложенных средств в денежные средства. При определении объекта инвестирования страховая организация, кроме состояния финансового рынка, должна учитывать мобильность своих средств (срок, на который она ими располагает). Например, в России медицинское страхование в основном краткосрочное, поскольку договоры медицинского страхования заключаются преимущественно сроком на один год. По этой причине страховщи-

кам следует инвестировать резервы по медицинскому страхованию в легко реализуемые ценные бумаги или краткосрочные инвестиции (подобные вложения наиболее ликвидны).

При покупке недвижимости, в том числе квартир, дополнительным источником дохода может служить сдача ее в аренду. Недостаток вложений в недвижимость заключается в их низкой ликвидности, поэтому приобретение недвижимости могут себе позволить страховые организации, осуществляющие долгосрочное страхование, или крупные организации с большим собственным капиталом.

Один из недостатков российского фондового рынка - отсутствие исчерпывающей информации о его состоянии, что делает очень сложным прогнозирование инвестиционного дохода для вкладчиков. Кроме того, для отечественного финансового рынка характерна высокая степень риска.

Если до недавнего времени страховые организации предпочитали размещать свои средства на депозитных счетах в коммерческих банках, то сейчас такие счета не обеспечивают высокого дохода и не являются абсолютно надежными. Банковские депозиты дают высокий процент только при вложении средств на длительный риск.

До 1998 г. наиболее привлекательными для инвесторов были инвестиции в ГКО, отличавшиеся одновременно высокой надежностью и доходностью. Сейчас наблюдается справедливое устранение этого противоречия: доходность государственных ценных бумаг невысока, но к ним сохраняется повышенный интерес со стороны инвесторов.

Тенденция к снижению доходности наблюдается и в других секторах денежного рынка, а также по валютным операциям.

Федеральная служба страхового надзора намерена усилить контроль за инвестиционной деятельностью страховых организаций. В случае невыполнения организациями правил размещения страховых резервов давалось достаточно времени для приведения инвестиционной деятельности в соответствие с требованиями. Однако, как показывает практика, российские страховые организации недостаточно профессиональны, поэтому в дальнейшем в случае нарушений к ним будут применяться более жесткие санкции, вплоть до отзыва лицензии.

Страховым организациям при формировании инвестиционного портфеля следует воспользоваться услугами специалистов (инвестиционных организаций, инвестиционных банков, трастовых организаций), которые проводят глубокий анализ финансовых инструментов, рынков и способны правильно оценить риски. Это может значительно облегчить работу страховщиков при формировании сбалансированного инвестиционного портфеля, удовлетворяющего собственным инвестиционным целям страховой организации.

Правильное размещение инвестиционных ресурсов - это в первую очередь возможность страховой организации сохранить реальную стоимость привлеченных средств страхователей. Наличие эффективной инвестиционной деятельности позволяет также использовать в своих интересах значительные суммы резервов, приносящих организации ощутимый доход. Как следствие, страховщик получает возможность представлять клиентам страховые услуги по меньшей цене, результатом чего становится улучшение отношений страховой организации со своими клиентами, увеличение портфеля договоров добровольного страхования и рост доверия страхователей к организации, с которой заключены обязательные договоры страхования. Успешная инвестиционная политика не только обеспечивает стабильность деятельности страховщика, но и способствует повышению его финансовой устойчивости в условиях рынка.

3.2.2. Критерии выбора страховой организацией финансовых инструментов

Один из основных способов увеличения капитала - размещение резервов страховых организаций в ценные бумаги. В соответствии с законодательством, определяющим деятельность отечественных субъектов страхового рынка, использование таких финансовых инструментов допустимо, а их потенциальная эффективность высока. Подтверждением служит международная практика, свидетельствующая, что во всех развитых странах страховые организации принадлежат к основным институциональным инвесторам на рынке ценных бумаг. Именно доход от размещения страховых резервов составляет основу прибыли зарубежных страховых организаций. Так, в Великобритании более 50% объема сделок на рынке ценных бумаг приходится на страховые организации и негосударственные пенсионные фонды. В развитых странах, где конкуренция в страховой сфере исключительно высока, а уровень убыточности в этом бизнесе достигает 90-95%, доходное и надежное размещение временно свободных средств страховой организации представляет собой вопрос первостепенной важности. Для российских условий эффективное использование страховщиками имеющихся финансовых инструментов также становится актуальным.

К основным финансовым инструментам относятся банковские счета, облигации и акции, к производным - депозитные сертификаты, векселя, форвардные и фьючерсные контракты, опционы и их комбинации. Несмотря на такое многообразие, всем им присущи общие характеристики, определяющие уровень их привлекательности для инвесторов, прежде всего это цена (курс), доходность, ликвидность и риск.

Если бы характеристики финансовых инструментов не изменялись случайным образом, то работа с ценными бумагами стала бы вполне тривиальным де-

лом. Однако конъюнктура финансового рынка постоянно меняется, а следовательно, меняется и привлекательность ценных бумаг. В связи с этим выбор страховой организацией объекта инвестирования становится ответственной и сложной задачей. Размещение свободных страховых резервов должно отвечать ряду условий, прежде всего требованиям законодательства. Используемые финансовые инструменты должны быть надежными, обладая минимальным риском невозврата вложенных средств. Кроме того, они обязаны обеспечить реальный, превышающий темп инфляции, прирост инвестированного капитала. Поскольку страховой организации в любой момент времени могут понадобиться средства для выплат по страховым случаям, финансовые инструменты должны быть ликвидными. Однако существование финансовых инструментов, максимально отвечающих одновременно всем перечисленным условиям, невозможно. Например, ценные бумаги с фиксированной доходностью (государственные и муниципальные облигации) ликвидны, надежны, но низкодоходны.

Корпоративные векселя обещают достаточно высокий доход, но имеют ряд недостатков (например, возможность приобретения фальшивого векселя, ограниченность в выборе подобных инструментов с небольшим номиналом), кроме того, большинство векселей низколиквидны. Многие финансовые аналитики считают, что для страховых организаций наиболее предпочтительны инвестиции в корпоративные облигации. По сравнению с векселями они обладают меньшими операционными рисками, доходностью и большей скоростью погашения. Основные преимущества таких вложений - их относительно высокая ликвидность и низкая номинальная стоимость. Заранее известная доходность и сроки погашения позволяют проводить финансовое планирование, своевременно организовывая некоторые виды страховых выплат, тем самым максимально увеличивая доходность активов.

Из инструментов без фиксированной доходности на первом месте по привлекательности стоят корпоративные акции. Самые ликвидные из них - так называемые голубые фишки.

В абсолютных цифрах акции могут привести к гораздо более высокому доходу, чем облигации. Кроме того, доходность далеко не всех облигаций превышает уровень инфляции. С другой стороны, при неудачном инвестировании в акции возможно наступление убытков. По мнению экспертов-аналитиков, в настоящее время для страховых организаций наиболее перспективны операции на рынке корпоративных облигаций. Достаточно высокая ликвидность, приемлемые риски и сравнительно высокая доходность позволяют говорить о том, что именно в этот инструмент можно ожидать инвестиций со стороны страховщиков. Операции с наиболее ликвидными российскими акциями могут оказаться более доходными, однако риски, возникающие при работе с ними, часто

превышают уровни, которые страховщики могут себе позволить. Скорее всего страховые организации будут инвестировать в российские голубые фишки, но лишь незначительную часть своих средств. Среди наиболее привлекательных на сегодня объектов инвестиций выделяются предприятия нефтяного комплекса. В то же время основная часть инвестиций страховых организаций по-прежнему приходится на банковские векселя и депозиты, доходность по которым постоянно снижается.

Аналитики утверждают, что при грамотном размещении и систематическом управлении портфелем из ценных бумаг данного вида доходность может составлять около 50% годовых при умеренной степени рыночных рисков.

Основные рыночные риски:

- риск прямых убытков или упущенной выгоды, возникающий при осуществлении операций на фондовом рынке (иногда этот показатель называется риском операции);
- риск разорения, когда возможные потери на фондовом рынке не могут компенсироваться инвестором за счет других источников;
- риск падения курса рубля, в котором производилось приобретение финансовых инструментов, по отношению к основным мировым валютам.

Анализ рыночных рисков можно продолжить, однако это не самое важное для страховой организации как инвестора. Необходимо понимать главное: на возникновение рыночных рисков повлиять нельзя, однако возможно своевременно их предугадать и принять меры по компенсации негативных последствий. Именно достоверный прогноз изменения курсов облигаций и цен акций должен служить объективной основой при принятии решений, связанных с эффективной работой страховых организаций с финансовыми инструментами.

Контрольные вопросы

1. В чем состоит цель государственного регулирования порядка размещения страховых резервов?
2. Какие факторы оказывают влияние на инвестиционный потенциал страховых организаций?
3. Каковы правила размещения страховщиками средств страховых резервов?
4. Каковы принципы размещения страховыми организациями временно свободных средств страховщика?
5. Какими критериями пользуется страховая организация при выборе инструментов инвестирования?

3.3. Финансы пенсионных фондов

Развитие частных пенсионных фондов в России началось с принятия Закона РФ «О негосударственных пенсионных фондах» от 16 сентября 1992 г. № 1077. Однако официально фонды стали действовать лишь с 1994 г. [23].

Частный пенсионный фонд согласно закону образуется как некоммерческая организация, аккумулирующая пенсионные взносы и производящая пенсионные выплаты в соответствии с условиями договора. Для прироста собранных средств пенсионный фонд должен передавать их специальному учреждению (комиссии) по управлению активами пенсионного фонда (КУАПФ). Помимо заранее оговоренной доли в виде комиссионных весь получаемый комиссией доход используется исключительно на определенные уставом фонда цели (в основном на выплату пенсий). В этом проявляется некоммерческий характер негосударственного пенсионного фонда (НПФ). Частные пенсионные фонды используют разные схемы пенсионных выплат: выплата пожизненной пенсии; пенсионные выплаты в течение оговоренного ряда лет, но не менее пяти; единовременная выплата части пенсионной суммы и гарантированный размер пенсионных выплат в течение оговоренного периода (ряд лет). При этом фонды используют варианты с наследованием пенсионных сумм.

Наиболее распространенной формой начиная с 1994 г. стала организационная схема с установленными размерами взносов, т.е. накопительная, принятая во многих странах Запада. Однако эта схема возможна только при особо благоприятных условиях и при тщательных актуарных расчетах. В выигрыше оказались те фонды, которые начали выплаты клиентам раньше других, а для определенных категорий своих клиентов фонды начнут выплачивать в установленных размерах пенсии в будущем.

КУАПФ представляют собой товарищества с ограниченной ответственностью или акционерные общества. Учредители либо параллельно создавали НПФ и КУАПФ (и получали прибыль от доходов компаний, а не фонда), либо организовывали вначале акционерное общество, которое затем создавало пенсионный фонд. Как правило, учредителями были коммерческие банки, страховые компании и уже действующие акционерные компании и предприятия.

Обычно НПФ и КУАПФ заключают между собой договор об управлении активами. Размер дохода КУАПФ зависит от суммы переданных в управление активов, величины приращенной стоимости, от превышения средней нормы дохода по банковским депозитам. Чем больше переданные активы, тем меньше комиссионные. Поэтому крупные пенсионные фонды имеют преимущество перед малыми.

КУАПФ действует как обычный инвестиционный институт. Часть полученных активов держится в высоколиквидной форме в целях быстрого покры-

тия (выполнения) текущих обязательств (в том числе обязательств НПФ клиенту). Сами вложения КУАПФ страхуются, так как по уставу пенсионные фонды (ПФ) имеют право вкладывать средства только в застрахованные инвестиционные программы.

Движение капитала должно быть организовано по портфельному принципу и состоять частично из депозитных вкладов в банке, а частично из прямых инвестиций в ценные бумаги. При этом доля рискованных вложений не должна превышать 30%, а 25% средств должны резервироваться. В роли КУАПФ не могут выступать банки и страховые компании.

Инвестиционная компания пенсионного фонда должна базироваться на принципах диверсификации, минимального риска и долгосрочных вложений. Однако высокая инфляция заставляет маневрировать. Когда возникает альтернатива между короткими деньгами и вложениями их в долгосрочные программы, то инфляция подталкивает к коротким деньгам. В то же время для долгосрочных вложений пенсионному фонду необходимо находить значительный начальный капитал, а не разминаться на так называемые конъюнктурные вложения.

Негосударственные пенсионные фонды имеют дело с сегментом длинных денег финансового рынка. Одно из основных положений, связанных с деятельностью этого сегмента, гласит: длинные деньги не могут быть получены в короткое время.

За привлекаемые средства негосударственные пенсионные фонды ведут борьбу с коммерческими банками, страховыми компаниями и другими финансовыми посредниками. Доля пенсионных фондов тем больше, чем ниже темп инфляции в стране.

Практический вывод из этого таков: нереально рассчитывать на миллионы вкладчиков в даже хорошо известный негосударственный пенсионный фонд в течение года. Благоприятные факторы могут значительно увеличить их число (и номинальную сумму вкладов), но не в такой степени.

Одним из классических способов массового привлечения новых вкладчиков служит реклама. На нее обычно тратят значительные средства, особенно в период становления. Однако главная реклама для пенсионных фондов определяется началом выплат и спектром оказываемых услуг.

Чем этот спектр шире, тем лучше. В спектр оказываемых услуг, в частности, входят: страхование жизни пожилых людей; льготное страхование жизни любого участника фонда; обеспечение медицинской страховки; накопительные счета для приобретения собственного дома, садового участка, товаров длительного пользования; выдача для определенных категорий вкладчиков беспроцентных ссуд на приобретение недвижимости и пр.; частичная или полная оплата

услуг, необходимых пожилым людям. При этом в разных регионах ведущими могут быть различные услуги.

Для быстрого накопления средств вновь создаваемый негосударственный пенсионный фонд начинает не столько с физических лиц, сколько с предприятий. Поэтому важное значение (сравнимое по значимости с рекламой) имеют отработка процедуры заключения коллективных договоров на пенсионное обслуживание с предприятиями, а также технологии втягивания в сферу своего влияния мелких негосударственных пенсионных фондов, создаваемых обычно на отдельных предприятиях. При этом должна использоваться различная тактика для рентабельных и убыточных предприятий (банкротов).

Взнос представляет собой определенный процент от фонда оплаты труда предприятий и выплачивается из прибыли. В результате пенсионный фонд получает сразу солидные накопления, что выгодно для клиентов фонда, т.к. не страдает их заработная плата. В перспективе выгодными сферами вложений активов служат жилье, недвижимость, высокие технологии и человеческий капитал (здоровье, образование, переквалификация, трудоустройство и пр.).

Принципиальное значение имеет установление тесных деловых связей с одной-двумя крупными перспективными корпорациями, рассчитывающими на деньги данного пенсионного фонда через 2—3 года.

Успешная стратегия развития негосударственного пенсионного фонда требует правильного выбора регионов, типов предприятий и специфического контингента для индивидуального охвата. В соответствии с этими задачами должна строиться и организационная структура негосударственного пенсионного фонда. Это резко расширяет и одновременно осложняет спектр деятельности. Негосударственные пенсионные фонды России должны выполнять следующие несвойственные им функции:

- приобретение в пользу клиента фонда акций предприятий и предоставление ему для этого беспроцентной ссуды;
- выдача беспроцентных ссуд на приобретение недвижимости (дачи, квартиры);
- повышение защищенности клиента от безработицы;
- открытие и содержание специальных магазинов, ведущих продажу по сниженным ценам, для пожилых и малоимущих клиентов.

Пенсионный фонд не может непосредственно выполнять все эти функции, поскольку должен оставаться некоммерческой организацией. Возникает своеобразное противоречие: чтобы не прогореть и приумножить свои средства, пенсионный фонд должен выполнять такие функции, которые он непосредственно выполнять не может. Разрешение этого противоречия возможно только путем усложнения структуры пенсионного фонда.

Представляется, что простая линейная структура НПФ — КУАПФ должна быть заменена многозвенной двухуровневой структурой. Первый уровень упрощенно можно считать состоящим из одной или нескольких крупных корпораций, осуществляющих масштабные вложения средств в проекты с длительным сроком окупаемости, нуждающиеся в значительных по размерам заемных средствах в виде длинных денег. Не менее важен второй уровень, включающий страховую компанию, банк, структуру для спекуляций короткими деньгами, структуру, реализующую торгово-посреднические операции, а также инвестиционный фонд для осуществления прибыльных среднесрочных вложений. Средства именно этого фонда могут вкладываться в недвижимость, жилье и человеческий капитал (но не только).

Особо следует сказать о роли банка в этой разветвленной двухуровневой структуре негосударственного пенсионного фонда. Он играет одну из ключевых ролей. Это следует из перечисления основных функций, которые способен выполнять банк в двухэтажной структуре пенсионного фонда:

- проведение расчетных операций для фонда;
- хранение обязательных денежных резервов фонда;
- кредитование и иные формы банковского обслуживания мелких пенсионных фондов, втянутых или втягиваемых в орбиту влияния ведущего негосударственного пенсионного фонда;
- прямое открытие личных пенсионных счетов граждан, особенно в регионах, где деятельность некоммерческих организаций законом еще не определена;
- спекуляция в интересах фонда короткими деньгами и ценными бумагами. Самостоятельно банк может освоить только рынок коротких и средних денег, а пенсионный фонд в автономном режиме — только рынок длинных денег. Совместно они могут играть на всем денежном рынке, что значительно повышает эффективность каждого из них;
- оказание разных банковских услуг вкладчикам пенсионного фонда, выдача им целевых льготных ссуд;
- открытие сложного инвестиционного счета, в котором вкладчик сам или с помощью финансового менеджера определяет, какую часть сбережений он отдает на накопление, в пенсионный фонд, на страхование, на иные цели, в том числе на приобретение ценных бумаг;
- открытие зарубежного филиала, вложение средств фонда в зарубежные активы, облегчение прямых иностранных инвестиций в предприятия, являющиеся клиентами фонда.

Темпы роста негосударственных пенсионных фондов в России увеличиваются, число их будет быстро и неуклонно расти. В создании негосударственных пенсионных фондов весьма заинтересованы крупные финансово-промышленные группы, страховые компании и чековые инвестиционные фонды, отдельные промышленные предприятия. Для них «свои» пенсионные фонды — источник легкодоступных длинных денег. Три четверти вновь созданных российских пенсионных фондов находятся в провинции.

Интерес предприятий к пенсионному фонду устойчив. Благодаря такому фонду они могут получить значительные налоговые льготы, решить проблему закрепления кадров, добиться необходимых финансовых средств для развития собственного производства.

Однако по величине накопленных активов удельный вес частных пенсионных фондов пока незначителен. Это объясняется не только начальным периодом развития частных пенсионных фондов, но и нерешенной проблемой накопления капиталов в России, а также относительно высоким уровнем инфляции.

Существует недоверие многих граждан к негосударственным пенсионным фондам, поскольку эти фонды еще не зарекомендовали себя как надежные, добросовестные и выгодные населению финансовые посредники. Многие потенциальные клиенты спрашивают: какие они могут получить гарантии, вкладывая свои деньги в пенсионный фонд? Убедительный ответ на этот вопрос важен для пенсионных фондов уже сегодня, но он станет критически важным завтра, когда пенсионные фонды, расширяясь, перенесут центр тяжести своей работы по росту клиентуры с предприятий на индивидуальных клиентов.

Росту негосударственных пенсионных фондов в России будут способствовать такие условия, когда:

- темпы инфляции уменьшатся и долгосрочные вложения капитала на основе современных достижений **негосударственных пенсионных фондов** станут прибыльными;
- процесс обновления постоянного капитала в России за счет национальных, а не только иностранных инвестиций станет массовым;
- начнется массовая выплата пенсий;
- появятся серьезные налоговые льготы для предприятий, переводящих часть средств в пенсионные фонды;
- совокупные активы негосударственных пенсионных фондов станут сравнимы с совокупными активами коммерческих банков.

В России за счет бюджета планируется выплачивать только социальные пенсии, а одним из основных институтов станут негосударственные пенсионные фонды, в которых будут формироваться базовые, дополнительные и льготные пенсии.

Первые негосударственные пенсионные фонды (НПФ) появились в 1992 г. после соответствующего указа. Без лицензирования создание фондов приобрело лавинообразный характер. К 1995 г. возникло около полутора тысяч негосударственных пенсионных фондов разной организационно-правовой формы — от ТОО до АО. На сегодня 300 фондов получили лицензии инспекции НПФ при Министерстве труда и социального развития. Остальные фонды продолжают собирать деньги незаконно. Ситуация в НПФ характеризуется повышенным риском потери вкладов участниками этой системы.

На рынке в настоящее время работают две группы фондов: открытые, в которых может открыть счет каждый желающий, и корпоративные. Перспективы открытых фондов сомнительны, особенно в условиях отсутствия федерального закона о негосударственных пенсионных фондах. Практика показала, что открытые фонды не могут окупить свои расходы (реклама, офисное обеспечение), будучи некоммерческими организациями. При банкротстве такого фонда получить с него деньги крайне проблематично. В качестве достаточно надежных открытых фондов специалисты называют фонд «Доброе дело», входящий в группу «СБС-Агро», Первый пенсионный фонд, выросший из Первого ваучерного фонда, и Фонд Сбербанка.

Лучше положение у корпоративных фондов. Они строго контролируются учредителями (финансово-промышленными группами), а деньги в них предприятия отчисляют в приказном порядке. Крупнейшие корпоративные пенсионные фонды, учрежденные ОНЭКСИМбанком, «Лукойлом», «Газпромом», банком «Менатеп», формировались в основном за счет сумм, выводимых из-под налогообложения на предприятиях финансово-промышленных групп. Это помогало выделять финансовые ресурсы новым структурным подразделениям. Сегодня фонды превратились из вспомогательных структур в неотъемлемый элемент корпорации, начали играть роль не только накопителя ресурсов, но и внутриотраслевого инвестора.

Федеральным законом «О негосударственных пенсионных фондах» от 10 января 2003 г. № 14-ФЗ негосударственный пенсионный фонд определяется как особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения. Исключительными видами деятельности негосударственных пенсионных фондов являются деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению, деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию и деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию.

Учредителями негосударственного пенсионного фонда могут быть как юридические, так и физические лица. Лица, являющиеся учредителями фонда, не имеют прав на его имущество. Фонд отвечает по своим обязательствам всем

принадлежащим ему имуществом, а учредители, вкладчики и участники не отвечают по обязательствам фонда.

Фонд имеет право на осуществление своей деятельности только после получения лицензии.

При получении лицензии величина денежной оценки имущества для обеспечения уставной деятельности фонда должна составлять не менее 3 млн руб., с 1 января 2005 г. — не менее 30 млн руб., с 1 июля 2009 г. — не менее 50 млн руб.

Учредительным документом фонда является устав, который утверждают его учредители. Устав фонда должен содержать:

- полное и сокращенное наименование фонда;
- положение о предмете и целях фонда;
- сведения о структуре и компетенции органов управления фонда, нормах представительства в органах управления;
- положения о порядке назначения на должность и освобождения от должности лиц, опубликования отчетов, осуществления контроля за деятельностью фонда, реорганизации и ликвидации фонда, распределения доходов от размещения пенсионных резервов, порядке распределения имущества при ликвидации фонда.

В качестве управляющей компании негосударственного пенсионного фонда может выступать акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, имеющие лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. В качестве специализированного депозитария для негосударственного пенсионного фонда может выступать акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, имеющие лицензию на осуществление депозитарной деятельности и лицензию на деятельность специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. Кроме того, фонд заключает договор с актуарием.

Пенсионные накопления могут быть размещены управляющей компанией в:

- государственные ценные бумаги;
- государственные ценные бумаги субъектов Федерации;
- облигации российских эмитентов;
- облигации российских эмитентов, созданных в форме ОАО;
- паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, вложенные в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов;
- ипотечные ценные бумаги;

- денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях;
- депозиты в рублях в кредитных организациях;
- иностранную валюту на счетах в кредитных организациях.

Средства пенсионных накоплений не могут направляться на приобретение ценных бумаг, эмитентами которых являются управляющие компании, брокеры, кредитные и страховые организации, специализированный депозитарий и аудиторы, заключившие с фондом договоры на осуществление соответствующей деятельности. Использование срочных сделок (покупка опционов на ценные бумаги, заключение фьючерсных и форвардных контрактов) допускается как исключение в целях страхования рисков.

Контроль за соблюдением правил инвестирования активов осуществляет Инспекция негосударственных пенсионных фондов при Министерстве труда и социального развития Российской Федерации.

Контрольные вопросы

1. Поясните суть термина «негосударственный пенсионный фонд».
2. Какова роль управляющей компании в организации инвестиционных и финансовых операций негосударственного пенсионного фонда?
3. Какова роль банка в структуре негосударственного пенсионного фонда?
4. Назовите основные направления вложений средств негосударственного пенсионного фонда.

3.4. Финансы инвестиционных фондов

Состояние инвестиционной деятельности в настоящее время характеризуется сохраняющимися ограниченными возможностями внутренних накоплений в стране. Частные инвесторы не могут в полной мере компенсировать нехватку капиталовложений, необходимых для преодоления экономического спада. Повышение инвестиционной активности во многом зависит от результативности формируемой в настоящее время институциональной среды для инвестиционной деятельности, предполагающей внедрение эффективных форм организации инвестиционного процесса, в том числе создание финансово-промышленных групп, инвестиционных банков, паевых инвестиционных фондов, лизинговых и инвестиционных компаний, а также дальнейшее развитие рынка корпоративных ценных бумаг [23].

После дефолта августа 1998 г., начиная с 2000 г. в России активно стали развиваться два вида инвестиционных фондов: инвестиционные фонды и паевые инвестиционные фонды. Цель этих фондов — инвестирование собранных денежных средств в различные виды ценных бумаг России. Этому способствовало прежде всего восстановление банковской системы, некоторое оживление рынка ценных бумаг, а также рост темпов ВВП и промышленного произ-

водства. По существу, инвестиционные фонды по форме организации разделили на акционерные и паевые.

Деятельность этих фондов регулирует Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2002 г. № 56-ФЗ.

В зависимости от состава активов акционерные инвестиционные фонды могут быть:

- фондами денежного рынка;
- фондами облигаций;
- фондами акций;
- фондами смешанных инвестиций;
- фондами фондов;
- фондами недвижимости;
- индексными фондами.

Закон «Об инвестиционных фондах» устанавливает паевой инвестиционный фонд как «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями». Как правило, паевые инвестиционные фонды определяют как объединение инвесторов с целью прибыльного безрискового вложения денежных средств. Участие в паевых инвестиционных фондах выражается через приобретение физическими и юридическими лицами инвестиционных паев.

Согласно указанному закону существуют три типа паевых инвестиционных фондов:

- открытые;
- интервальные;
- закрытые.

В заключение необходимо отметить, что дальнейшее развитие всех видов инвестиционных фондов в России во многом зависит от увеличения доходов как юридических, так и физических лиц, уровня инфляции, а также дальнейшего развития рынка ценных бумаг и повышения эффективности биржевых операций.

Инвестиционный фонд - институциональное учреждение, осуществляющее коллективные инвестиции.

- Паевой инвестиционный фонд — форма совместного инвестирования.
- Инвестиционный фонд России — государственный фонд для софинансирования инвестиционных проектов.
- Взаимный фонд — зарубежный аналог паевого инвестиционного фонда.

- Хеджевый фонд — частный, не ограниченный нормативным регулированием инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим.
- Торгуемый на бирже фонд (Exchange Traded Fund (ETF)) — закрытый паевой траст, который эмитирует акции.

3.4.1. Паевые инвестиционные фонды

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) является имущественным комплексом без образования юридического лица, основанным на доверительном управлении имуществом фонда специализированной управляющей компанией с целью увеличения стоимости имущества фонда. Таким образом, подобный фонд формируется из денег инвесторов (пайщиков), каждому из которых принадлежит определённое количество паёв [investfunds.ru].

Цель создания ПИФ — получение прибыли на объединённые в фонд активы и распределение полученной прибыли между инвесторами (пайщиками) пропорционально количеству паёв. Инвестиционный пай — это именная ценная бумага, удостоверяющая право его владельца на часть имущества фонда, а также погашения (выкупа) принадлежащего пая в соответствии с правилами фонда. Инвестиционные паи, таким образом, удостоверяют долю инвестора в имуществе фонда и право инвестора получить из паевого инвестиционного фонда денежные средства, соответствующие этой доле, то есть погасить паи по текущей стоимости. Каждый инвестиционный пай предоставляет его владельцу одинаковый объём прав. Учёт прав владельцев инвестиционных паёв (реестр) ведётся независимой организацией, ведущей реестр владельцев паёв. ПИФ является предусмотренной российским законодательством формой взаимного фонда.

Взаимный фонд, фонд взаимных инвестиций (англ. *mutual fund*) — портфель акций, тщательно отобранных и приобретенных профессиональными финансистами на вложения многих тысяч мелких вкладчиков. Стоимость акции фонда равна стоимости суммарных инвестиций фонда (за вычетом долга), деленных на число акций. Основное преимущество для вкладчиков — уменьшение риска, поскольку инвестиции распределены среди большого количества различных предприятий.

Крупнейшими взаимными фондами обладают такие компании, как JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Allianz (деятельность осуществляется через принадлежащую Allianz американскую компанию Pimco), Goldman Sachs, Citigroup.

По российскому законодательству взаимный фонд может быть создан в виде ПИФ. Крупнейшими взаимными фондами в России обладают «Атон», «Тройка Диалог» и «Ренессанс Капитал».

В условиях деятельности всех российских паевых инвестиционных фондов изначально указано, что полученные по принадлежащим им акциям дивиденды реинвестируются, а западные взаимные фонды обычно предлагают разные варианты использования дивидендов – их реинвестирование или же выплату инвестору.

Большинство существующих за рубежом брокеров имеют договоры с основными управляющими компаниями на продажу паев их фондов, а в России данная покупка паев паевых инвестиционных фондов через брокеров не распространена. На Западе инвестор также может приобрести паи различных фондов, обратившись в единый банк-депозитарий, а в России это пока невозможно.

Паевой инвестиционный фонд обеспечивает следующие преимущества инвесторам по сравнению с инвестициями через брокера:

- доступность, так как сумма инвестиций может начинаться от 1-3 тыс. руб.;
- диверсификация инвестиционных рисков даже для минимальных инвестиций;
- жесткий контроль за деятельностью со стороны государства;
- прозрачная инфраструктура: средства пайщиков отделены от средств управляющей компании и хранятся в специализированном депозитарии;
- отсутствие налогообложения текущих операций фонда, уплата налогов (в том числе подоходного налога) лишь инвестором и только при продаже пая;
- профессиональное управление;
- высокая ликвидность пая (для открытых фондов);
- возможность поэтапной оплаты паёв при работе по схеме вызова капитала;
- более высокий риск по сравнению с инструментами с фиксированной доходностью и законодательно гарантированным возвратом средств — депозитами, высокорейтинговыми облигациями;
- однако есть паевые инвестиционные фонды, инвестирующие только в высокорейтинговые облигации и банковские депозиты (фонды денежного рынка), которые за счёт диверсификации могут служить инструментом дополнительного увеличения надёжности (понижения рисков);
- дополнительные расходы на оформление и хранение инвестиционных сертификатов;

- постоянно выплачиваемое вознаграждение управляющей компании, даже в моменты, когда фонд терпит убытки. Размер вознаграждения колеблется в пределах от 0,5 % до 5 % стоимости чистых активов фонда;
- часто для открытых паевых инвестиционных фондов законодательство накладывает ограничения на то, какие акции и облигации может покупать управляющий фондом, частный инвестор не имеет таких ограничений;
- для возмещения расходов, связанных с выдачей и погашением инвестиционных паёв, управляющие компании вводят скидки и надбавки.

Надбавка — это денежные средства, требуемые управляющей компанией или агентом дополнительно к стоимости паёв при их выдаче. Размер надбавки не может превышать 1,5 % от стоимости пая.

Скидка — это денежные средства, удерживаемые управляющей компанией или агентом из стоимости паёв при их погашении. Размер скидки не может превышать 3 % от стоимости пая.

У одного и того же фонда могут быть разные скидки и надбавки, в зависимости от того, через какого агента осуществляются операции.

Если на фондовом рынке начинается затяжное падение цен, то управляющие компании паевых инвестиционных фондов распродают не все акции, а только часть активов. ФСФР, с одной стороны, требует строгого соблюдения оговоренной в инвестдекларации фонда структуры активов (что не позволяет перевести все активы в денежную форму), а с другой стороны, такие требования поддерживают ликвидность фондового рынка. Такая ситуация не защитит капитал пайщика в случае обвала на рынке. Частные инвесторы и управляющие в доверительном управлении имеют право действовать более агрессивно, избавляясь от всех дешевеющих бумаг, так как их руки не связаны подобными законодательными нормами. Это стимулирует ещё больший обвал на рынке.

С учётом комиссии за управление средняя доходность инвестиций в активно управляемые паевые инвестиционные фонды исторически в среднем несколько ниже, чем при использовании некоторых видов пассивной стратегии.

По *направлениям инвестирования* паевые инвестиционные фонды подразделяют на следующие категории:

- фонды акций;
- фонды облигаций;
- фонды смешанных инвестиций;
- фонды денежного рынка;
- индексные фонды;
- ипотечные фонды;
- фонды недвижимости;
- венчурные фонды;

- фонды прямых инвестиций;
- фонды товарного рынка;
- хеджевые фонды;
- рентные фонды;
- кредитные фонды;
- фонды фондов;
- фонды художественных ценностей.

С декабря 2007 года все российские ПИФ также разделяются на:

1. ПИФ «для квалифицированных инвесторов» (инвестиционные паи которых ограничены в обороте — предназначены только для квалифицированных инвесторов):

- венчурные фонды;
- фонды прямых инвестиций;
- кредитные фонды;
- хедж-фонды;
- фонды недвижимости (с расширенной инвестиционной декларацией).

2. ПИФ «для любых инвесторов» (инвестиционные паи которых не ограничены в обороте).

Фонд акций наиболее рискованный из всех видов фондов, но при этом потенциально и самый прибыльный. Фонд облигаций является наименее рискованным из-за устойчивости цен на эти бумаги. Смешанный фонд в свою очередь представляет собой фонд с варьирующейся доходностью и риском в зависимости от того, какие бумаги в него входят и какие преобладают. Существует множество видов ПИФ в зависимости от пропорций вложений управляющими компаниями средств пайщиков в разные финансовые инструменты, а именно: акции, государственные, муниципальные или корпоративные облигации, а, кроме того, средства на счетах в банках. Более подробно возможный состав инвестиционного портфеля фонда можно увидеть в его правилах.

По времени, когда можно купить/продать паи, ПИФ подразделяют на:

- открытый — обязаны выкупать и продавать паи каждый рабочий день;
- интервальный — открываются для покупки и продажи паёв в определенный период времени, оговоренный в правилах фонда, однако не реже раза в год;
- закрытый — продают паи при формировании фонда. Как правило, не выкупают паи до завершения фонда (кроме случая, когда пайщик не согласен с изменениями правил ДУ фонда). Инвестор может продать паи только на вторичном рынке, что не слишком просто. Дело в том, что фактически все закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) создавались для заранее установленного узкого круга клиентов, а там, где всё

же принимали сторонних инвесторов, минимальный взнос составлял 1 млн рублей;

Открытые фонды должны держать свои активы лишь в высоколиквидной форме. К таким активам относят:

- государственные ценные бумаги (при этом доля гособлигаций одного выпуска должна составлять не более 35 % стоимости всех активов фонда);
- муниципальные ценные бумаги;
- акции и облигации российских АО (стоимость ценных бумаг одного эмитента не может составлять более 20 % стоимости всех активов фонда);
- акции и облигации зарубежных компаний (доля таких активов не должна превышать 20 % стоимости всех активов фонда);
- ценные бумаги других государств;
- банковские счета (доля денежных средств на счетах в одном банке не должна превышать 20 % стоимости всех активов фонда).

Каждый из видов фондов имеет свои плюсы и минусы. Открытые фонды обеспечивают большую ликвидность средств пайщиков. Зато интервальные и закрытые фонды обычно более доходные, так как им проще планировать свои инвестиции на длительный период (потому что пайщики не могут забрать свои средства из фонда в любой момент), меньше операционные расходы для обеспечения работы фонда. Поэтому помимо всех видов ценных бумаг, которые могут принадлежать открытому фонду, активы закрытого ПИФ могут составлять:

- голосующие акции всех российских ЗАО;
- недвижимое имущество и имущественные права на недвижимость;
- жилищные сертификаты.

При этом в соответствии с нашим законодательством государственные облигации одного выпуска не могут превышать 30 % всех активов интервального фонда, ценные бумаги непризнанных эмитентов в совокупности со стоимостью недвижимости — не более 65 %, а стоимость ценных бумаг признанных эмитентов в совокупности со средствами в банковских вкладах — не менее 35 %.

Среди других видов паевых фондов можно выделить индексные, покупающие акции в соответствии с пропорцией, воспроизводящей структуру таких индексов, как ММВБ, РТС. Преимуществом такого вида фондов являются низкие издержки, так как состав портфеля пересматривается относительно редко, только когда изменяется состав самого индекса, не требуется дорогой аналитической поддержки.

Кроме того, с недавнего времени российскому рынку стали известны закрытые паевые инвестиционные фонды, ориентированные на рынок недви-

мости, изъять средства из которых можно только через несколько лет. Первый такой фонд был образован в марте 2003 г., а спустя год их уже насчитывалось около 10-ти. Обычно ЗПИФ создаются на максимально разрешенный законом срок — 15 лет. Вложения в такие инструменты, как недвижимость и земля, показали хорошую доходность, а диверсификация вложенных средств между несколькими проектами снижает риски. Самыми доходными управляющие считают инвестиции фонда в строительство с последующей продажей объекта после сдачи. Более стабильной и менее доходной является сдача в аренду торговой или коммерческой недвижимости, приносящая до 10-15 %. Комиссия управляющей компании за управление закрытым паевым фондом обычно составляет 1-3 % от стоимости активов ЗПИФ.

Появились и другие виды закрытых паевых инвестиционных фондов, такие как фонды прямых инвестиций и венчурные фонды.

Стоимость чистых активов (СЧА) акционерного или паевого инвестиционного фонда — разница между стоимостью активов (имущества) фонда и величиной обязательств, подлежащих исполнению *за счёт этих активов*, на момент определения чистых активов. В соответствии с федеральным законодательством фонд обязан рассчитывать СЧА ежедневно (для открытых фондов), а СЧА является открытой, публичной величиной.

Стоимость чистых активов на одну акцию (на один пай), используемая для расчетов с акционерами (пайщиками) после завершения первичной подписки, приравнивается к СЧА. Максимальный размер надбавки при покупке акций (паёв) не может составлять более полутора, а стоимость скидки при выкупе — не более трёх процентов от этой суммы.

Порядок расчёта СЧА установлен Приказом ФСФР от 15 июня 2005 № 05-21/пз-н «Об утверждении положения о порядке и сроках определения чистых активов...» (ранее действовало аналогичное постановление ФКЦБ от 22 октября 2003 № 03-42/пс). Каждый инвестиционный фонд обязан самостоятельно утвердить собственные правила расчета СЧА на основе Приказа № 05-21 или использовать правила, утверждённые его управляющей компанией (УК). Эти правила являются публичным документом, и инвестору рекомендуется ознакомиться с ними перед заключением сделки с фондом или его УК. В частности, фонд имеет правило самостоятельного выбора:

- периодичности проведения независимой оценки активов;
- биржевых площадок, котировки которых используются в расчете СЧА;
- ставки дисконтирования долгосрочных обязательств.

Управляющая компания — организация (акционерное общество, общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью), созданная в соответствии с законодательством Российской Федерации и имеющая лицензию

ной службы по финансовым рынкам России (ФСФР) на осуществление деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами в соответствии с Федеральным законом «О фондах» (№ 156-ФЗ от 29.11.2001).

Управляющая компания может осуществлять доверительное управление:

- активами фонда коллективных инвестиций;
- средствами пенсионных накоплений;
- накоплениями для жилищного обеспечения военнослужащих;
- ипотечным покрытием;
- средствами компенсационного фонда саморегулируемой организации оценщиков;
- инвестиционным целевым капиталом некоммерческой организации;
- пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов;
- страховыми резервами страховых компаний.

Управляющими компаниями в российской практике часто называют организации, созданные для осуществления управленческих функций в холдингах или финансово-промышленных группах. Также управляющими компаниями называют коммунальных операторов, занимающихся бизнесом по управлению жилищным фондом, инженерной инфраструктурой.

3.4.2. Общие фонды банковского управления

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) — имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления. Имуществом ОФБУ управляет банк. Лицензию банку выдаёт Центральный банк России.

По форме работы ОФБУ близки к паевым инвестиционным фондам при этом обладают рядом отличий. Главное из них — возможность вести более агрессивную финансовую стратегию и, как следствие, получать более высокую прибыль. ОФБУ вкладывают средства в то, что не запрещено, в то время как ПИФ инвестируют в то, что разрешено. У ОФБУ есть одно ограничение: в ценные бумаги одного эмитента не должно быть инвестировано более 15% активов.

Суть инвестирования в ОФБУ сводится к тому, что инвестор, вкладывая свои средства в ОФБУ, получает так называемый сертификат долевого участия, который дает ему право на долю имущества в фонде. Этот сертификат не является ценной бумагой и не может быть продан на рынке, считается залогом при выдаче кредита, однако его можно завещать или просто переоформить на дру-

гое лицо. Такое переоформление осуществляется на основании заявления, подаваемого владельцем сертификата в соответствующий банк.

ОФБУ могут быть привлекательны для разных групп инвесторов: от консервативных до самых рискованных. Особенно ОФБУ представляют интерес для тех, кто хочет инвестировать в зарубежные ценные бумаги, драгоценные металлы или производные инструменты.

В ОФБУ функции управления, учета и хранения имущества фонда выполняет банк, что увеличивает инфраструктурные риски инвесторов, но обеспечивает экономию на вознаграждениях и комиссиях. Общие фонды банковского управления относятся к услугам доверительного управления, оказываемым банком наряду с другими услугами. При этом имущество ОФБУ обособлено от имущества кредитной организации. Для хранения средств и осуществления расчётов для ОФБУ открывается отдельный корреспондентский счёт в Банке России, а для осуществления валютных операций — счёт в уполномоченной Банком России кредитной организации. Вкладчиками ОФБУ могут быть как резиденты, так и нерезиденты.

Регулирующую и контролируемую функцию в отношении ОФБУ осуществляет Банк России в соответствии с гражданским законодательством и нормативными правовыми актами Российской Федерации. Кроме того, деятельность кредитной организации как профессионального участника рынка ценных бумаг контролируется со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР).

ОФБУ, создаваемый на базе кредитной организации, имеет возможность использовать все преимущества инфраструктуры банка (собственный депозитарий, филиальная сеть, общий банковский аудит и внутренний контроль), тем самым снижая издержки на администрирование и управление.

С точки зрения инфраструктурных издержек ОФБУ имеет большую манёвренность и основания для их дальнейшего снижения в целях повышения эффективности доверительного управления при общем повышении объёма доверенных средств.

Стоит особо остановиться на процедуре создания нового ОФБУ, которая подразумевает выполнение ряда довольно серьёзных требований для кредитной организации:

1. С момента государственной регистрации прошло не менее года.
2. Размер собственного капитала не менее 100 млн рублей.
3. За шесть последних отчётных дат категория финансового состояния должна иметь показатель не ниже «финансово стабильный банк».

Отличительной особенностью ОФБУ являются широкие инвестиционные возможности.

Объектами доверительного управления в ОФБУ могут быть:

- денежные средства;
- иностранная валюта;
- ценные бумаги;
- природные драгоценные камни;
- драгоценные металлы;
- производные финансовые инструменты.

Таким образом, возможности инвестирования у ОФБУ больше, чем, например, у ПИФ.

Инвестиционная декларация должна содержать информацию о предельном стоимостном объеме имущества в ОФБУ, о доле каждого вида имущества, о доле каждого вида ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.), входящих в портфель инвестиций ОФБУ; доле средств, размещаемых в валютные ценности; об отраслевой диверсификации вложений (по видам отраслей - эмитентов ценных бумаг).

Хоть инвестиционная декларация и принимается банком, как правило, она носит очень вольный характер. Например, акции - 0-100%, облигации - 0-100%, производные финансовые инструменты - 0-100%, валютные ценности - 0-100% и т.д. Единственное ограничение, которое накладывается на деятельность ОФБУ, — фонд не может вкладывать более 15% своих активов в ценные бумаги одного эмитента. Но это ограничение не распространяется на государственные ценные бумаги.

Следует отметить, что инвестированные средства вкладчиков ОФБУ поступают на специально открытый для ОФБУ счёт в Банке России, а в случае, если ОФБУ инвестирует средства на иностранных рынках, средства поступают на валютный счет уполномоченного банка. Таким образом, даже в случае проблем у кредитной организации (отзыв лицензии, банкротство) передаваемое в фонд имущество надёжно защищено и не входит в конкурсную массу.

При вложении своих средств в ОФБУ инвестор получает сертификат долевого участия, который не является ценной бумагой со всеми вытекающими отсюда последствиями — этот сертификат не может быть объектом купли-продажи, залогом при выдаче кредитов, не может обращаться на бирже. Однако возможно переоформление сертификата на другое лицо.

Фонды недвижимости - разновидность паевых инвестиционных фондов. Основное предназначение следует из названия - приобретение и владение недвижимостью во всех ее проявлениях: жилье, офисы, склады, торговые центры, земля, коттеджные поселки и пр. В международной практике аналогом фонда недвижимости является REIT (Real Estate Investment Trust), который наравне с

акциями обычных компаний может торговаться на биржах и обладает огромной капитализацией.

Фонды недвижимости различаются в первую очередь по объектам инвестирования - классам недвижимости, которой они владеют. Однако существуют примеры, когда в рамках одного фонда объединяются совершенно разные объекты.

Еще фонды недвижимости делятся на рыночные и кэптивны (нерыночные). Кэптивные фонды - это фонды, которые учреждаются в интересах одного или нескольких лиц и служат для хранения прав на недвижимость. Большинство фондов недвижимости в России являются кэптивными. Это позволяет владельцу недвижимости сохранять анонимность и дает ряд налоговых преимуществ. «Нерыночность» таких фондов заключается в том, что рядовой инвестор «с улицы» не может войти в состав пайщиков фонда. Однако паи таких фондов можно купить на вторичном рынке напрямую у участника фонда, если он захочет их продать. Такие фонды есть, например, у УК «Альфа-Капитал».

Рыночные фонды нацелены на участие широкого круга инвесторов и имеют достаточно низкий порог для входа. На российском рынке такие фонды предлагают компании «Тройка Диалог», УК «Арсагера», «Уралсиб». «Тройка Диалог» инвестирует в коммерческую недвижимость, УК «Арсагера» - в жилую недвижимость, «Уралсиб» имеет фонды разной направленности. Минимальный порог для входа - около 1 тыс. руб. - имеют фонды недвижимости УК «Арсагера».

По российскому законодательству фонды недвижимости могут создаваться только в виде закрытых паевых инвестиционных фондов. Это означает, что в общем случае инвестор может «войти» в фонд при его создании, а «выйти» при ликвидации. Это не очень удобно, поэтому компании, развивающие рыночные фонды, выводят их на биржу и организуют биржевую торговлю паями. Инвесторы, желающие «выйти», могут продать свои паи на бирже. К числу наиболее торгуемых фондов относятся паи фондов «Тройка-Диалог - коммерческая недвижимость» и «Арсагера - жилищное строительство». Эти фонды торгуются на ММВБ и входят в котировальный лист А1.

В 2008 году российское законодательство ввело понятия «квалифицированный инвестор» и «неквалифицированный инвестор». Для неквалифицированных инвесторов были ограничены возможности инвестирования в рискованные проекты, в том числе и в девелопмент недвижимости. Единственным исключением является возможность приобретения строящейся жилой недвижимости в рамках Федерального закона №214-ФЗ «О долевом строительстве...». Эту возможность пролоббировала УК «Арсагера» на этапе обсуждения нового законодательства.

3.4.3. Торгуемый на бирже фонд

Торгуемый на бирже фонд (англ. *Exchange Traded Fund, ETF*) — индексный фонд, паи которого обращаются на бирже. Структура ETF повторяет структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного паевого инвестиционного фонда с акциями ETF можно производить все те же самые операции, которые доступны для обыкновенных акций в биржевой торговле. В этом преимущество ETF перед ПИФ — операции по акциям ETF могут совершаться в течение всего торгового дня, их цена меняется в зависимости от активности торговцев. Фактически ETF является новым видом ценных бумаг, выполняющим роль сертификата на портфель акций.

Этот фонд очень похож на обычный паевой инвестиционный фонд и несёт в себе все преимущества, которые имеет ПИФ:

- профессиональное управление;
- низкие начальные инвестиции;
- высокая ликвидность;
- широкая диверсификация.

Отличия ETF от ПИФ:

- цена пая ПИФ формируется не на бирже, а рассчитывается в конце дня на основе стоимости чистых активов фонда. Цена акций ETF меняется в течение дня;
- паи паевых инвестиционных фондов нельзя брать в долг или покупать на средства, взятые в долг. С акциями ETF допустима маргинальная торговля, что позволяет использовать кредитное плечо и «игру на понижение», но делает такие операции более рискованными;
- обычно паи паевых инвестиционных фондов обращаются в стране его учреждения. Акции ETF могут торговаться на зарубежных биржах.

Торгуемые на бирже фонды как биржевой инструмент получили широкое распространение на Западе. В России соответствующего законодательства пока нет.

3.4.4. Чековый инвестиционный фонд

Чековый инвестиционный фонд (ЧИФ) — специализированный фонд, создаваемый в России периода ваучерной приватизации начала 1990-х с целью оказания помощи населению в инвестировании приватизационных чеков (ваучеров) и обеспечения профессионального управления активами данного фонда.

В соответствии с Указом Президента РФ №1186 «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 7 октября 1992 года, а также рядом других нормативных

актов чековые инвестиционные фонды создавались с целью обеспечения инвестирования приватизационных чеков (ваучеров), полученных населением в процессе ваучерной приватизации, и профессионального управления активами фонда.

По замыслу идеологов приватизации в России чековые инвестиционные фонды должны были сыграть роль новых институциональных инвесторов на вновь создаваемом российском рынке ценных бумаг, которые способны были бы в качестве крупных акционеров контролировать деятельность администрации предприятий в интересах вкладчиков.

Чековые инвестиционные фонды создавались как акционерные инвестиционные фонды закрытого типа, не имеющие обязательства выкупать свои акции у акционеров. Лицензирование ЧИФ и регистрация выпусков акций ЧИФ осуществлялись Госкомимуществом РФ. В качестве оплаты собственных акций ЧИФ принимали ваучеры, идеи, средства. Полученные средства инвестировались управляющей компанией ЧИФ в акции приватизируемых предприятий с целью получения дохода.

После выхода Указа Президента количество ЧИФ в России стабильно росло и в середине 1994 года достигло максимума — 662 фонда. В дальнейшем начался процесс реорганизации фондов путем слияния или поглощения, отзыва лицензий, преобразования в иные организационные структуры (акционерные общества, акционерные инвестиционные фонды, инвестиционные компании). В результате этих процессов количество чековых инвестиционных фондов сократилось до 350 к началу 1998 года. В процессе чековой приватизации чековые инвестиционные фонды аккумулировали и инвестировали около 45 млн ваучеров (32 % от их общего количества). По данным чековых аукционов, ЧИФ стали владельцами 10% акций приватизированных предприятий, выставленных на всероссийские чековые аукционы.

В 1998 год вышел Указ Президента РФ от 23.02.1998 № 193, в соответствии с которым чековые инвестиционные фонды были переданы под юрисдикцию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России). ФКЦБ России с целью решения проблемы двойного налогообложения доходов приняла решение о том, что чековые инвестиционные фонды могут преобразовываться в паевые инвестиционные фонды. Однако большинство чековых инвестиционных фондов к тому времени были закрыты или преобразованы в другие организации, зачастую с целью увода активов в оффшорные зоны. К настоящему времени большинство чековых инвестиционных фондов признаны банкротами и ликвидированы. Причины банкротства чековых инвестиционных фондов различны:

- двойное налогообложение их доходов. Поскольку ЧИФ по организационно-правовой форме являлись акционерным обществом, они были обязаны платить налог на полученную прибыль на общих основаниях. Затем уже из полученной в качестве дивидендов распределенной чистой прибыли фонда акционеры фонда также должны были заплатить налог. В результате общие налоговые выплаты достигали 47-50 % от полученной первоначально прибыли, что снижало доходность вложений в ЧИФ. Действовавшая в отношении чековых инвестиционных фондов система налогообложения нарушала ключевой принцип коллективного инвестирования: инвестор, вкладывающий свои деньги в ценные бумаги через ЧИФ, и инвестор, осуществляющий вклады самостоятельно, должны находиться в равном положении относительно условий налогообложения (принцип налоговой прозрачности);
- увод активов в оффшорные зоны;
- отсутствие контроля за деятельность чековых инвестиционных фондов со стороны государства в лице Госкомимущества РФ и других органов. Не существовало рычагов воздействия со стороны государства на чековые инвестиционные фонды в случае невыполнения ими своих обязательств перед вкладчиками. Молгла быть применена только одна мера наказания - отзыв лицензии или приостановка её действия. Однако к этому моменту большинство активов уже находилось в оффшорах;
- отсутствие контроля со стороны инвесторов за деятельностью ЧИФ. На первоначальном этапе создания фонда выбирался совет директоров, зачастую из самих организаторов ЧИФ, который управлял фондом до следующего такого собрания, на котором согласно законодательству должно было присутствовать не менее половины всех акционеров. Собрать такое количество людей в одном месте было физически невозможно даже для сравнительно небольшого фонда с 10 000 акционерами, не говоря о фондах, где количество вкладчиков доходило до нескольких миллионов;
- одновременное появление на рынке коллективных инвестиций финансовых пирамид, таких как «МММ», «Русский дом Селенга», «Тибет» и другие. В отличие от чековых инвестиционных фондов они не сообщали вкладчикам, куда вкладываются их деньги, тем не менее гарантируя доходность не меньше 20%, 40% и даже 70% годовых (такие сверхдоходы выплачивались вкладчикам из средств, привлеченных от новых клиентов, а не из доходов, полученных от инвестирования).

Контрольные вопросы

1. Какие законы определяют деятельность инвестиционных фондов?

2. На какие виды по типам организации делятся паевые инвестиционные фонды?
3. Как определяется стоимость инвестиционного пая?
4. В чем отличие торгуемого на бирже фонда от паевого инвестиционного фонда?
5. Каковы основные принципы работы ОФБУ?
6. Каковы основные принципы работы ЧИФ?

3.5. Финансы ломбардов

Ломбард — специализированная коммерческая организация, основными видами деятельности которой являются предоставление краткосрочных займов под залог движимого имущества граждан и хранение вещей. В зависимости от специализации в ломбардах принимают драгоценный металл, бытовые вещи, автотранспорт. Оценка стоимости вещей производится по соглашению сторон. Владельцу имущества при заключении договора залога и квитанции хранения (не все ломбарды используют услугу хранения) выдается требуемая сумма, а также именной залоговый билет БСО, утверждённый приказом Министерства финансов от 14.01.2008 № 3Н.

Кредиты под залог имущества учреждены впервые в XV веке во Франции ростовщиками, выходцами из Ломбардии. Откуда и произошло слово «ломбард». В XVI веке возникают первые муниципальные ломбарды (первый появился в Нюрнберге).

В XVII - XVIII веках муниципальные ломбарды выполняют функции «ведомств по социальной поддержке населения» по получению небольших ссуд для спасения горожан от голода или окончательного разорения, тем самым оберегая их от воровства или других отчаянных поступков.

В XIX появляются так называемые «обувные ломбарды», куда рабочие сдавали свои выходные ботинки в понедельник (на неделе они все равно не нужны), а в пятницу, получив недельное жалование, выкупали ботинки и шли на танцы.

В 2007 году был принят важный закон (Федеральный закон от 19 июля 2007 г. № 196-ФЗ «О ломбардах»), который долго ожидался многими уже действующими ломбардами, регламентирующий их деятельность и окончательно юридически закрепляющий их как отдельный вид бизнеса.

Ломбард насчитывает определённые проценты на предоставленную в кредит сумму. В зависимости от ломбарда в процентную ставку может входить сумма пользования ссудой, хранения и страхования, хотя согласно Федеральному закону от 19 июля 2007 г. № 196-ФЗ «О ломбардах» страхование заложенного имущества производится за счет ломбарда и выгодоприобретателем

остается залогодатель. Важно учитывать, что действующим законодательством ломбардам разрешено брать проценты только за пользование ссудой/кредитом, за хранение проценты брать запрещено, что в целом обходится ломбардами путем включения данной услуги в стоимость процентов за кредит. Хотя согласно Закону «О ломбардах» хранение является отдельной услугой и насчитывается отдельно. Практика хранения имущества (без получения займа, а только хранение) широко используется в Европе и странах Северной Америки. В России она особо не прижилась, так как эта услуга попадает под НДС.

В ломбардах нередко применяется практика досрочного взимания процентов, когда при выдаче ссуды с клиента сразу же удерживаются возможные проценты, которые он должен будет заплатить к концу срока залога.

Расчёт обычно проводится таким образом: берется произведение суммы займа, процентной ставки и срока пользования.

3.6. Финансы фондовой биржи

3.6.1. Понятие фондовой биржи

Фондовая биржа представляет собой определенным образом организованный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают через членов биржи, выступающих в качестве посредников, сделки купли-продажи. Контингент членов биржи состоит из индивидуальных торговцев ценными бумагами и кредитно-финансовых институтов.

Круг бумаг, с которыми проводятся сделки, ограничен. Чтобы попасть в число компаний, бумаги которых допущены к биржевой торговле (иными словами, чтобы быть принятой к котировке), компания должна удовлетворять выработанным членами биржи требованиям в отношении объемов продаж, размеров получаемой прибыли, числа акционеров, рыночной стоимости акций, периодичности и характера отчетности и т.д. Члены биржи или государственный орган, контролирующий их деятельность, устанавливают правила ведения биржевых операций, режим, регулирующий допуск к котировке. Вместе с порядком проведения сделок они образуют сердцевину биржи как механизма, обслуживающего движение ценных бумаг.

Фондовая биржа - это прежде всего место, где находят друг друга продавец и покупатель ценных бумаг, где цены на эти бумаги определяются спросом и предложением на них, а сам процесс купли-продажи регламентируется правилами и нормами, т.е. это определенным образом организованный рынок ценных бумаг. В качестве товара на этом рынке выступают ценные бумаги - акции, облигации и т.п., а в качестве цен этих товаров - курсы данных бумаг. Встает вопрос о том, как соотносятся между собой понятия «рынок» и «биржа», «биржа» и «аукцион».

Общее у биржи с рынком - установление цен товаров в зависимости от спроса и предложения на них. Но в отличие от рынка на бирже могут продаваться не все товары, а только допущенные на нее, это с одной стороны, а с другой, способы купли-продажи на бирже значительно разнообразнее, чем на рынке, правда, более регламентированные.

Что касается аукциона, то о нем на бирже напоминает способ назначения цены: ее выкрикивают. В век электроники такая система может показаться лишь данью традиции, но, по мнению биржевиков, она выполняет ряд полезных функций: создает необходимую рыночную атмосферу, обеспечивает публичность торгов. При одинаковой цене на предлагаемые товары они скорее достанутся тому, кто громче выкрикнул цену, поэтому «голосовые данные» на бирже, как и на аукционе, имеют немалое значение, но в отличие от аукциона цены на товары на биржах не только растут по отношению к стартовым, но и падают.

Следовательно, биржа имеет в своих характеристиках как черты исторических предшественников (таких как рынки, ярмарки, аукционы), так и собственную специфику.

Стремление обладателей одинаковых ценных бумаг сойтись в одном месте вытекает из характера акций и облигаций как биржевых по своему происхождению товаров. Акционерные общества хотя и возникали как крупные для своего времени предприятия, но не могли претендовать на охват своей деятельностью всей территории страны. Значит, и свои акции они могли сбывать в основном там, где базировались и были известны. Поэтому фондовые биржи организуются в центрах крупных экономических районов. Это общая закономерность. В дальнейшем же пути развития могут быть разными.

Наиболее логично выдвижение на передний план биржи, находящейся в главном финансовом центре страны. На этой бирже концентрируются акции компаний, которые довели масштабы своих операций до общенациональных. Провинциальные же биржи постепенно чахнут. Так складывается моноцентрическая биржевая система. В наиболее законченном виде она представлена в Англии. Собственно среди официальных биржевых названий уже нет Лондонской биржи, одной из старейших в мире. С недавних пор она именуется Международной фондовой биржей, поскольку вобрала в себя не только все биржи Великобритании, но и Ирландии. Моноцентрическими являются также биржевые системы Японии, Франции.

В то же время в странах, устроенных по федеративному образцу, более вероятно формирование полицентрической биржевой системы, при которой примерно равноправны несколько центров фондовой торговли. Так произошло в

Канаде, где лидируют биржи Монреаля и Торонто, а также в Австралии (биржи Сиднея и Мельбурна).

Фондовый рынок США в этом плане специфичен, т.к. он настолько обширен, что нашлось место и для общепризнанного лидера - Нью-Йоркской фондовой биржи, и для еще одной крупной биржи, также расположенной в Нью-Йорке, в главном финансовом центре, - Американской фондовой биржи, и для провинциальных бирж. Число последних за послевоенные годы сократилось, но оставшиеся достаточно прочно стоят на ногах. Поэтому биржевую систему США приходится классифицировать как построенную по смешанному типу.

Мировой опыт свидетельствует, что возможны варианты количества бирж в стране. В Швеции, Франции, Англии всего по одной фондовой бирже на страну. В ФРГ 80% ценных бумаг сосредоточены на фондовой бирже в Франкфурте-на-Майне, а оставшиеся 20% разбросаны по семи мелким биржам. На бирже в Нью-Йорке котируются акции самых солидных акционерных обществ, все прочие - на других более мелких биржах.

Значение фондовой биржи для рыночной экономики выходит за рамки организованного рынка ценных бумаг. Фондовые биржи произвели переворот в проблеме ликвидности капитала. «Чудо» состояло в том, что для инвестора практически стерлись различия между долгосрочными и краткосрочными вложениями средств. Вполне реальные во времени опасения омертвить капитал сдерживали предпринимательский пыл. Но по мере развития операций на фондовых биржах сложилось положение, когда для каждого отдельного акционера инвестиции (инвестированный в акции капитал) имеют почти такой же ликвидный характер, как наличные деньги, так как акции в любой момент могут быть проданы на бирже. Биржи могут быть учреждены государством как общественные заведения. Во Франции, Италии и ряде других стран фондовые биржи считаются общественными учреждениями. Это, правда, выражается лишь в том, что государство предоставляет помещения для биржевых операций. Биржевики считаются представителями государства, но действуют как частные предприниматели, за свой счет.

Биржи могут быть учреждены и на принципах частного предпринимательства, например, как акционерное общество. Такая организация бирж характерна для Англии, США.

3.6.2. Управление фондовой биржей

Общее руководство деятельностью биржи осуществляет совет директоров. В своей деятельности он руководствуется уставом биржи, в котором определяются порядок управления биржей, состав ее членов, условия их приема, порядок образования и функции биржевых органов [28].

Для повседневного руководства биржей и ее административным аппаратом совет назначает президента и вице-президента. Кроме того, надзор за всеми сторонами деятельности биржи осуществляют комитеты, образованные ее членами, например, аудиторский, бюджетный, по системам (компьютеры), биржевым индексам, опционам.

Комитет по приему членов рассматривает заявки на принятие в члены биржи. Комитет по арбитражу заслушивает, расследует и регулирует споры, возникающие между членами биржи, а также членами и их клиентами. Число и состав комитетов меняются от биржи к бирже, но ряд из них обязателен. Это комитет или комиссия по листингу, рассматривающие заявки на включение акций в биржевой список; комитет по процедурам торгового зала, который совместно с администрацией определяет режим торговли (торговые сессии) и следит за соблюдением инструкций по деятельности в торговом зале, а также в других случаях.

Биржи - это, как правило, некоммерческие структуры, т.е. бесприбыльны и потому освобождены от уплаты корпоративного подоходного налога. Для покрытия расходов по организации биржевой торговли биржа взимает с участников этой торговли ряд налогов и платежей. Это налог на сделку, заключенную в торговом зале; плата компаний за включение их акций в биржевой список; ежегодные взносы новых членов и т.п. Эти взносы и составляют основные статьи дохода биржи.

Биржа обеспечивает концентрацию спроса и предложения, но она физически не в состоянии вместить всех, кто хотел бы продать или купить эти бумаги. Те, кто берет на себя функцию проведения биржевых операций, становятся посредниками. Действовать они могут как на бирже, так и вне ее, поскольку далеко не все бумаги котируются на биржах. На внебиржевом рынке формируется круг посредников, на которых фактически возлагается функция концентрации спроса и предложения. Пространственно посредники разобщены, но они связаны между собой и образуют единое целое, постоянно вступая в контакт друг с другом.

3.6.3. Участники биржевых сделок

В отдельно взятой фондовой сделке задействованы три стороны - продавец, покупатель, посредник. На начальных этапах модель предельно проста - один посредник сводит продавца с покупателем. При росте масштабов фондовых операций появляется вторая модель, а посредников уже двое: покупатель обращается к одному, продавец - к другому, вероятность совпадения мала. При еще большей интенсивности фондовых операций складывается третья модель: теперь уже

сами посредники нуждаются в помощи, между ними появляется еще один. Назовем его центровым, а его контрагентов - фланговыми посредниками [28].

Прервем ненадолго рассмотрение этих моделей и посмотрим на посредничество в фондовых сделках с иной точки зрения. Посредник ведь может действовать двояко. Во-первых, за свой счет, становясь на время владельцем бумаг и получая доход как разницу между курсами покупки и продажи. На американском внебиржевом рынке таких посредников, как уже упоминалось, называют дилерами. Во-вторых, он может работать за определенный процент от суммы сделки, то есть за комиссионное вознаграждение, просто принимая от своих клиентов поручения на куплю-продажу акций.

В первой и второй моделях сделки посредник может выступать либо в одном качестве, либо в другом. В третьей модели соблюдается разделение труда: центровой посредник работает за свой счет, а фланговые - на комиссионных началах. Третья модель долгое время, вплоть до середины 80-х годов, существовала на бирже в Лондоне, по ней до сих пор функционирует Нью-Йоркская фондовая биржа. Центровой посредник в Лондоне именовался джоббером, в Нью-Йорке - специалистом. Фланговые посредники везде именуется брокерами.

На развитом фондовом рынке единообразия в посреднических операциях нет, все три модели сосуществуют, своя «фондовая ниша» находится для каждой. Положим, брокер с обширной клиентурой получает, помимо прочих, два поручения, причем курс и размер предложения продать совпадает с параметрами заказа на покупку. Брокеру остается только оформить сделку, с чем он благополучно справляется в одиночку, не нуждаясь в услугах других посредников.

Пары «самовыполняющихся» заказов могут образовываться в биржевой толпе, когда один брокер объявляет об имеющемся у него предложении, а другой тут же откликается - у него парный заказ (посредничество по второй модели). Но многие поручения формулируются как условные. Например, «продать, если курс поднимается до...» Такие заказы сразу выполнить нельзя. Тут и приходит на помощь центровой посредник, а условные поручения передаются ему фланговыми посредниками. Отметим, что центрального посредника может заменить компьютер, причем частично это уже делается.

Поскольку потребность в двухступенчатом посредничестве складывается далеко не сразу, сосредоточимся на другом важном вопросе: на каких началах лучше работать биржевому посреднику - за свой счет или как брокеру? Хорошо бы, конечно, иметь дилеров, готовых купить бумаги у клиента или продать их ему. Однако дилеру приходится пускать в оборот свои средства и брать на себя риск. Положим, недостаток денег можно компенсировать займами, но проблему риска это не снимает. Дилер, неверно оценивший ситуацию, может дестабилизировать рынок и вызвать цепную реакцию банкротств, если не вернет полу-

ченные кредиты. Дилер, сознающий и свою неопытность, и несовершенство рынка, склонен проявлять сверхосторожность, отказывать клиентам. Тем самым тормозится заключение сделки.

До того, как мы коснулись посредничества, речь о бирже шла обезличенно. Теперь стало ясно, что биржа - это царство посредников, которые являются настоящими хозяевами биржи, в том числе и юридически, если биржа организована как акционерное общество. Возможно и создание биржи как публично-правового института. Ясно, что инициаторами учреждения биржи как акционерного общества становятся именно те, кто намеревается работать в биржевом зале, предоставляя инвесторам услуги по купле-продаже ценных бумаг. Учредители биржи - это члены биржи, круг которых может быть расширен, если учредители считают необходимым принять дополнительное число акционеров. Члены биржи автоматически получают биржевое место, то есть право вести операции в биржевом зале. Может быть принято решение о продаже дополнительного числа мест, тогда их владельцы тоже получают право торговать в операционном зале. Если число членов биржи и биржевых мест значительно, то неизбежна ротация - кто-то решает продать принадлежащее ему место. В случае, когда желающих приобрести место много, цена его высока, это является для биржи хорошим знаком. Если цена падает, биржевикам надо призадуматься. Интервал, в котором колеблются цены, может быть весьма значительным.

Фондовая биржа имеет, как правило, статус неприбыльного акционерного общества, то есть не ставит своей целью получение дохода для распределения его среди своих членов. Это может показаться на первый взгляд странным, но в действительности глубоко закономерно: члены биржи получают доход, функционируя в качестве биржевых посредников. Смысла в том, чтобы клиенты биржи уплачивали еще какие-то суммы в общую биржевую копилку, из которой они будут распределяться между членами биржи, явно не просматривается: может начаться перераспределение поступлений в пользу тех членов, которые работают неудовлетворительно и привлекают относительно меньше клиентов, а из общей копилки требуют выплат пропорционально своему паю. Бесприбыльный статус не означает, что биржа как акционерное общество вообще не получает доходов. Полученные доходы тратятся для обустройства зала и помещений, где работают биржевики, создания современных систем связи, ведения исследовательской работы и т.д. Члены биржи заинтересованы в том, чтобы биржа получала ровно столько доходов, сколько ей требуется при соблюдении разумной экономии: завышение доходов означает сокращение прибылей членов или удорожание услуг по купле-продаже ценных бумаг.

Биржевиков объединяет общий интерес, а особенно тесно они спаяны, когда принцип котировки акций на одной бирже сочетается с едиными фиксиро-

ванными ставками, взимаемыми с клиентов на этой бирже. Именно такой порядок существовал на Нью-Йоркской бирже до мая 1975 года. Введение «плавающих» ставок комиссионных заставляет биржевиков конкурировать за привлечение клиентов, а для последних это самое главное. Конечно, всегда есть опасность, что члены биржи договорятся между собой и установят завышенный уровень расценок. Тогда будет целесообразным прекратить котировку акций на такой бирже и перенести сделки в другое место. К рассмотрению процедуры котировки мы приступим после короткой справки о членах биржи.

Членами биржи являются физические и юридические лица, но первые находятся «на подхвате» у вторых и выполняют вспомогательные функции. Юридические лица представлены либо универсальными коммерческими банками, либо специализированными биржевыми фирмами (их называют брокерскими или инвестиционно-банковскими), либо и теми, и другими. В США с 30-х годов сложилась своеобразная модель, которая позднее была заимствована Канадой и Японией. Она строится на запрещении коммерческим банкам участвовать в биржевых операциях. Монополию на этот вид деятельности получили инвестиционно-банковские фирмы. В свою очередь они не должны вторгаться в сферу коммерческих банков - депозитно-ссудные операции. Для западноевропейских стран характерна иная модель - на биржах доминируют универсальные коммерческие банки, которых в каждой стране единицы. Через них проходит так много поручений на сделки с ценными бумагами, что банки фактически выполняют те же функции, что и биржи, - концентрируют спрос и предложение ценных бумаг. А раз так, то банк способен в определенной мере и подменять биржу. Но полностью заменить биржу банки не могут, да и не стремятся к этому, т.к. у каждого свое место в кредитно-финансовой системе.

Поскольку акционерные общества делятся на два вида - закрытые и открытые, то из потенциальных претендентов на биржевую котировку надо исключить закрытые общества, так как их акции не обращаются на рынке. В таких обществах переход пая в другие руки требует согласия остальных акционеров. В этом и проявляется «закрытость» этих обществ. В отличие от этого пай в открытом акционерном обществе каждый из акционеров волен передать любому, что и означает свободу обращения таких акций на рынке.

Общества открытого типа разнятся по масштабам деятельности. Для крупных или быстро растущих не составляет труда привлечь внимание к своим акциям, а для остальных задача эта трудноразрешима. Поэтому с точки зрения интенсивности обращения акций акционерные общества расслаиваются. По одним бумагам спрос и предложение настолько велики, что сделки заключаются не просто каждый день, но и по многу раз в день, а по другим - раз в несколько

дней, а то и недель или месяцев. Отсюда вывод: в первом случае котировка на бирже целесообразна, во втором - нет.

С таким выводом приходится соглашаться, даже если нецелесообразность котировки вызывает внутренний протест: ну почему же не котировать даже при эпизодических сделках? Остановимся вначале на весьма прозаических причинах, касающихся организационной стороны дела. Во-первых, за котировку надо платить, а зачем платить, если сделок почти не будет? Во-вторых, биржа не заинтересована в том, чтобы «засорять» свой котировальный бюллетень. Бирже ни к чему, чтобы он изо дня в день пестрел прочерками, означающими отсутствие сделок. В-третьих, прочерки в котировальном бюллетене никак не добавляют популярности соответствующей компании.

При желании, несмотря на всю весомость приведенных аргументов, ими можно пренебречь. Но нельзя сбросить со счетов содержательную сторону дела. Сопоставим две компании: в одном случае сделки с акциями компании заключаются примерно раз в несколько месяцев, а во втором - десятками ежедневно. Поставим себя на место инвестора, решившего купить акции второй компании. Ориентиром для нас будет служить динамический ряд биржевых котировок, то есть цен, по которым акции переходили из рук в руки. Между сделками проходит так мало времени, что предполагать наличие каких-то серьезных изменений в делах компании не приходится. Поэтому мы можем смело ориентироваться на курсы (рыночные цены) предыдущих сделок и дать брокеру заказ купить по рыночной цене. За время, пока наш заказ преодолеет путь до операционного зала, курс сильно не изменится (исключая, разумеется, периоды биржевых паник). Такая ситуация кажется нам вполне естественной, акция как титул собственности живет своей самостоятельной жизнью.

Обратимся теперь к первой компании. Ее акция - юридически такой же титул собственности, как и у второй компании. Представим, что нам ее предлагают купить. Согласимся ли мы использовать в качестве ориентира курс предыдущей сделки, состоявшейся несколько месяцев назад? Ведь за это время многое могло измениться в самой компании, на рынках, куда она поставляет свою продукцию, и т.д. В этом случае для принятия решения о покупке требуется немалая предварительная работа, можно сказать, необходима инвентаризация компании. Таким образом, самостоятельность титула собственности оказывается иллюзорной - он «привязан» к имуществу, которое представляет.

Итак, вообразив себя на месте инвестора, мы лучше уяснили, почему на бирже котироваются только компании, акции которых служат предметом наиболее активной торговли. Но отсюда также следует, что внебиржевой рынок отнюдь не второсортен. На нем представлено немало солидных фирм, чьи размеры «не дотягивают» до биржевых стандартов. Внебиржевой рынок является

также «инкубатором», где выращиваются компании, акции которых со временем перемещаются на биржу. И вряд ли есть необходимость подробно останавливаться на том, что между учреждением акционерного общества и принятием его бумаг к котировке должно пройти определенное время. Даже если по своим масштабам (величине активов, получаемой прибыли) оно удовлетворяет биржевым критериям, биржи требуют представить «родословную» акций - историю их обращения на внебиржевом рынке на протяжении нескольких лет. Биржи капризны? Нет, просто настойчивы в отстаивании своих интересов.

Информация о биржах континентальных западноевропейских стран скудна. В наших средствах массовой информации о них сообщается значительно меньше, чем о Нью-Йоркской бирже. Причина заключается в том, что фондовая биржа играет относительно более важную роль в США, чем в континентальных западноевропейских странах. Это объясняется различиями в структуре владения акциями.

Схематично суть этих различий можно изобразить следующим образом: в одной модели контрольные пакеты невелики, а основная масса акций свободно обращается на рынке, в то время как в другой модели подавляющая доля акций иммобилизована в контрольных пакетах, а на рынке обращается относительно немного акций. Первую модель можно обозначить как англо-американскую, вторую - как континентальную западноевропейскую. При всей условности такой схемы различия между моделями показывают суть происходящего в реальной жизни. При англо-американской модели акций на рынке много, а значит, велика вероятность наличия большого числа инвесторов, желающих их купить и продать. Следовательно, для бирж открывается широкое поле деятельности. Крайне важно и такое обстоятельство: из акций, обращающихся на рынке, можно в принципе сформировать пакет, который станет контрольным и позволит перехватить контроль над компанией.

При западноевропейской модели такой возможности не существует в принципе. Переход компании из рук в руки может произойти только по желанию прежних владельцев. Обороты же акций на биржах невелики.

Итак, биржа отнюдь не всесильна в налаживании оборота акций. Решающее значение имеет широта рассредоточения акций, а это определяется не только предложением акций, в конечном счете последнее слово за инвесторами.

Требования к бирже как к форме организации фондовой торговли можно сформулировать следующим образом: во-первых, она должна обеспечивать определение курса ценных бумаг только под воздействием спроса и предложения и надежно ограждать курс от воздействия тех, кто пытается манипулировать им, искажая курс к своей выгоде. Во-вторых, между ценой продавца и ценой покупателя в обычном случае не должно быть большого разрыва, а то иначе

процесс заключения сделок тормозится. В-третьих, должны поддерживаться плавность и постепенность в изменении курсов, процесс образования курсов должен предотвращать внезапные резкие скачки.

3.6.4. Биржевая торговля облигациями

На развитых фондовых рынках биржевая торговля облигациями, как правило, невелика по объему. Современные биржи выполняют для облигаций главным образом представительские функции: нормы, устанавливаемые государством для инвестиционных операций институциональных инвесторов, запрещают многим из них приобретать облигации, которые не котируются на какой-либо из фондовых бирж. Поскольку сейчас трудно найти эмитента, не считающего на покупку его облигаций институциональными инвесторами, вовсе не удивительно, что абсолютное большинство эмитентов исправно идет на биржу с просьбой принять облигации к котировке [23].

Казалось бы, раз уж облигации котируются на бирже, то и сделки с ними целесообразно проводить в торговом зале. Ведь в свое время биржевая торговля ценными бумагами начиналась именно с облигаций. Заключение сделок на бирже кажется тем более оправданным, что в торговле облигациями наиболее активны фирмы, входящие в число наиболее крупных и влиятельных членов биржи.

И все же сделки с облигациями совершаются главным образом во внебиржевом обороте. Главная причина заключается в том, что динамика рыночных цен облигаций более предсказуема, менее подвержена сильным и внезапным колебаниям, чем в случае акций. Чем неустойчивее курс биржевого товара, тем сильнее проявляется у биржевиков «стадный инстинкт», тем охотнее сбиваются они в биржевую толпу, олицетворяющую концентрацию спроса и предложения. Если и дальше использовать образ биржевой толпы, то с его помощью можно проиллюстрировать второе свойство биржевой торговли - способность перерабатывать большой поток поручений на куплю-продажу ценных бумаг. Действительно, в биржевой толпе заказы на проведение сделок быстро растворяются - взаимодействие заинтересованных сторон протекает динамично, сама атмосфера способствует заключению сделок, поэтому биржевая толпа способна пропустить через себя множество сделок.

Торговый зал биржи - место сбора биржевой толпы. Для торговли облигациями оба свойства таких собраний - концентрировать спрос и предложение и перерабатывать большой поток сделок - применяются, где требуются. Во-первых, в силу характера облигаций как биржевого товара задачу установления их рыночной цены могут брать на себя дилеры, достаточно хорошо представляющие себе соотношение спроса и предложения. Окунуться в биржевую толпу необходимости

нет. Во-вторых, темп торговли облигациями неспешный, его не сравнить с водоворотом акций. Облигации гораздо реже акций переходят из рук в руки.

3.6.5. Оформление биржевых сделок

Если на первых порах наиболее загадочным из происходящего на бирже кажется сам процесс заключения сделок (и действительно, заключаются они в гвалте биржевой толпы, биржевики обмениваются какими-то неприятными знаками и т.д.), то при более близком знакомстве с фондовым рынком не меньше изумляет другая его сторона - процесс доведения заключенных в торговом зале сделок до конца, то есть перевод денег продавцу и доставка бумаг покупателю. Ведь на Нью-Йоркской фондовой бирже заключаются сделки на многие миллионы акций в день, а подчас и несколько сотен миллионов!

Попытаемся обрисовать главные принципы, на которых построен существующий ныне механизм оформления биржевых сделок. Прежде всего необходимо выделить обязательность наличия клиринговой палаты и центрального депозитария, в котором хранятся многие из сертификатов акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Клиринговая палата решает две главные задачи: сверка информации, подаваемой членами биржи о заключенных ими за день сделках; смыкание начального и конечного звеньев в цепях, по которым одни и те же акции переходили из рук в руки в течение биржевого дня. Порядок сверки следующий: по итогам дня каждый из биржевиков подает в клиринговую палату полный перечень всех заключенных им сделок. Во всех случаях контрагентами являются другие члены биржи, поскольку инвесторы не имеют доступа в торговый зал и обязаны совершать операции только через биржевиков. Клиринговая палата на следующий день возвращает каждому члену биржи его же список, но уже разделенный на две части. В первой - сделки, сведения о которых в точности совпадают с теми, которые были поданы указанными в списке контрагентами. Во второй - сделки, которые контрагенты, указанные биржевиком, в своих списках не привели. Кроме того, добавляется третья часть, составленная клиринговой палатой: сделки, по которым другие члены биржи числят данного биржевика своим контрагентом, а он эти сделки в своем списке не привел.

Если с первой частью списка хлопот нет, то со второй и с третьей частями биржевики обязаны тщательно разобраться. Подчеркнем: не затрагивая интересов своих клиентов. Ведь биржевик, совершив сделку, дает подтверждение заказчику о том, что поручение выполнено. И клиента не должна касаться сверка, даже если в ходе ее выясняется, что произошло недоразумение и контрагент сделку либо вообще не зафиксировал, либо считает, что она была заключена на иных условиях. При «выяснении отношений» биржевики договариваются, кто

возьмет на себя издержки, связанные с исправлением ошибки. В любом случае издержки несут сами биржевики.

Нет большой необходимости говорить о том, что сверка «ловит» именно ошибки. Крайне редки случаи, когда биржевики сознательно искажают сведения о заключенных ими сделках. Контрагенты быстро заподозрят неладное, и тогда нечистый на руку биржевик прогорит, так как ему просто не с кем будет проводить операции.

Сверка заканчивается тем, что биржевики направляют в клиринговую палату уточненные списки сделок, а палата проверяет, все ли проблемы сняты. Затем идет отсев промежуточных звеньев: если один и тот же пакет акций за день побывал в руках десяти биржевиков, то полный расчет необходим только между первым и десятым.

Итоговые данные клиринговая палата сообщает в депозитарий. Дальше возможны два варианта. Первый: клиент хочет, чтобы купленные им акции были зарегистрированы «на уличное имя», то есть за брокерской фирмой, выполнивший его заказ. Это самый простой вариант, т.к. нет нужды выписывать сертификат, просто в учете, который ведется в депозитарии, делается соответствующая запись. Второй вариант: клиент хочет получить сертификат акций на руки. При этом из депозитария направляется информация агенту по трансферту о том, что необходимо выписать сертификат и доставить его владельцу. Поскольку акции в США именные, старый сертификат погашается в любом варианте - либо уничтожается, если он был на руках у прежнего владельца, либо вносятся изменения в учетные записи, если акции значились в депозитарии зарегистрированными «на уличное имя» и как таковой сертификат не выписывался. Ясно, что порядок регистрации бумаг «на уличное имя» упрощает оформление сделок и уменьшает объем работы как для депозитария, так и для агентов по трансферту, ведь биржевики перебрасываются большим числом акций. К тому же часть сделок совершается между инвесторами, пользующимися услугами одной и той же посреднической фирмы.

Практика регистрации «на уличное имя» возможна лишь тогда, когда в самих биржевых фирмах налажена предельно четкая система учета заключенных сделок.

Фирме должно быть точно известно, кому и какие из акций, зарегистрированных на нее в депозитарии, на самом деле принадлежат. Запутаться в оформительских операциях так же легко, как и потерять доверие клиентов. Поэтому биржевые фирмы придают исключительно большое значение постановке дела в своих вспомогательных подразделениях.

При обслуживании фондовых операций многие услуги вспомогательного характера, нацеленные на обеспечение бесперебойного оформления сделок с

ценными бумагами, четкости в доведении дивидендных и процентных платежей до адресатов и т.д., выполняют коммерческие банки. По поручению корпорации, выпустившей ценные бумаги, банк может выступать в следующих качествах:

1. Агент по трансферту. В этом качестве банк ведет реестр держателей ценных бумаг, вносит в него все изменения, касающиеся смены владельца или сведений, прежде всего адресных, об имеющихся владельцах, а также выписывает сертификаты новым владельцам, купившим соответствующие бумаги, и перечисляет дивиденды. Кроме того, агент по трансферту может взять на себя обслуживание акционеров, участвующих в программе реинвестирования дивидендов, если корпорация, по акциям которой банк является трансфертным агентом, имеет такую программу. Обычно трансфертный агент также рассылает акционерам перед общим собранием бланки доверенностей на голосование и ведет подсчет голосов на собрании.

2. Депозитарий (хранилище) ценных бумаг.

3. Агент по регистрации. Функции банка-регистратора заключаются в ведении учета общего числа акций, на которые выписаны сертификаты. В каждый момент оно должно в точности соответствовать тому числу акций, которое было размещено в соответствии с уставными документами. Ошибки при выписке сертификатов весьма неприятны для акционерного общества - появляются «лишние» акционеры, они существуют на бумаге как юридически полноправные владельцы акций, а значит, корпорация обязана выплачивать им дивиденды. Но фактически для корпорации их нет как акционеров, т.к. никаких средств в уставный капитал они не вносили и только претендуют на часть прибыли, заработанную другими.

Ввиду особой важности функции регистратора акционерное общество может использовать в качестве трансфертного агента один банк, а в качестве регистратора - другой. Тем самым обеспечивается двойной контроль за точностью списочного состава акционеров, его полным соответствием контингенту действительных акционеров. Контроль может быть достаточно строгим и при закреплении функций агентов по трансферту и регистрации за одним банком, поскольку выписывают сертификаты и следят за тем, чтобы не выписать их на большее число акций, чем разрешено эмитировать, служащие двух разных подразделений.

Отметим особенность, характерную для американского фондового рынка: банк, взявший на себя миссию представлять интересы держателей облигационного займа и подписавший соответствующее соглашение с корпорацией-эмитентом, автоматически становится и трансфертным агентом, и регистратором по данному выпуску.

3.6.6. Принципы деятельности фондовой биржи

Биржа строит свою деятельность на следующих принципах:

- личное доверие между брокером и клиентом (например, сделки на бирже заключаются устно и оформляются юридически задним числом);
- гласность (публикуются сведения о всех сделках и данные, предоставляемые эмитентом по соглашению с биржей о внесении акций в биржевой список, независимо от активности эмитента);
- жесткое регулирование администрацией биржи и аудиторами деятельности дилерских фирм путем установления правил торговли и учета.

Каждый шаг брокерской фирмы от подачи заявки на приобретение места на бирже до совершения внебиржевых сделок обставлен массой писанных и неписанных норм, вырабатываемых администрацией и ее комитетами с целью обеспечения ликвидности.

В результате обеспечения перечисленных принципов формируется среда, которая побуждает продавать и покупать ценные бумаги на бирже. Это такие преимущества, как, во-первых, возможности лучшего доступа к кредиту для покупки ценных бумаг (банк охотнее его дает, если достигнута договоренность о реализации ценных бумаг через биржу), во-вторых, отличный обзор состояния рынка ценных бумаг, более точная оценка возможностей тех или иных акций и т.д.

Необходимо четко понимать, что возникновение полноценной фондовой биржи требует обеспечения ряда важных условий по формированию соответствующей рыночной среды. Иными словами, для того, чтобы запустить механизм фондовой биржи, необходимо предварительно, во-первых, приложить усилия по созданию сети будущей клиентуры, прежде всего, акционеров, т.е. решить вопрос о том, с кем работать и как сформировать необходимый для старта биржи объем ценных бумаг. Для этой цели формирующиеся биржи особое внимание уделяют активизации процесса акционирования со своей стороны, чему, в частности, способствует отработка собственной концепции акционирования, соответствующих экономико-математических моделей и качественной документации по регистрации акционерных обществ. При этом должны учитываться следующие особенности:

- реальное акционирование (становление акций полноценными) в соответствии с порядком проведения подписки растягивается обычно на год;
- возникновение потребности не просто купить какие-нибудь акции (чтобы «спрятать» деньги от инфляции и получить процент), а перепродать их и купить новые акции, тоже требует времени. Пока акционеры не «пощупают» дивиденды, они не начнут избавляться от купленных акций.

Во-вторых, запускать механизм фондовой биржи (фондового отдела) можно только тогда, когда будет сформирована система посредников, в проведении фондовых операций - брокеров и дилеров. Полноценная фондовая биржа опи-

рается на двухступенчатую структуру посредничества, но ее создание - результат развития самой биржи, в ходе которого и расставляются те или иные акценты на статусе ее участников.

В-третьих, прежде чем решиться на запуск фондовой биржи, необходимо наладить работу центральных блоков биржевого организма (экспертной комиссии и системы допуска ЦБ на биржу, котировальной комиссии, системы регистрации ценных бумаг и т.д.).

Цена спроса - цена, предлагаемая покупателям. Цена предложения - цена, предлагаемая продавцом. Разница между ними называется спреedom (spread). Контрактная цена - фактическая цена по биржевой сделке. Котировальная цена - фактическая типичная (или средняя) цена по биржевым сделкам за определенный период времени (на начало биржевого дня, его середину, за весь биржевой день).

Котировка - это главным образом выявление и фиксирование цен, заключенных на бирже сделок, кроме того, это еще и анализ рыночной информации, характеризующей конъюнктуру рынка.

Биржевая котировка используется как ориентир при заключении контрактов, в том числе и вне биржи. Через котировки происходит обратное влияние биржевых торгов на рыночную конъюнктуру в целом.

Роль биржевой котировки различна в отношении так называемых кассовых и срочных сделок на биржах.

Кассовые сделки - это сделки купли-продажи реальных ценных бумаг с оформлением их в течение ближайших трех дней. В этом случае цены котировки носят, как правило, справочный характер и служат ориентиром для участников биржевой торговли в определении уровней цен на продаваемые и покупаемые ценные бумаги.

Котировка составляется специальной котировальной комиссией по результатам предыдущего биржевого торга (например, вчерашнего дня) и представляется продавцам и покупателям в виде биржевого бюллетеня.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение фондовой биржи и перечислите ее основные функции.
2. В чем суть управления фондовой биржей?
3. Назовите участников биржевых сделок.
4. Как осуществляется биржевая торговля облигациями?
5. Как происходит оформление биржевых сделок?
6. Перечислите принципы деятельности фондовой биржи.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Особенностью данного учебного пособия является попытка автора обобщить принципы деятельности различных категорий экономических субъектов на финансово-инвестиционном рынке. Дать представление об особенностях формирования финансовых отношений, принципах получения доходов и финансирования расходов различных категорий финансовых посредников в кредитно-инвестиционной сфере, источниках формирования финансового результата деятельности, формировании ими инвестиционных стратегий, учитывающих специфические черты кредитных организаций, финансовых компаний и инвестиционных институтов.

Особое внимание уделено организации посреднической деятельности, месту и роли инвестиционно - кредитных институтов в организации инвестиционного процесса на инвестиционном рынке.

Данное учебное пособие является результатом работы автора по подготовке лекционного курса учебной дисциплины «Финансы инвестиционно-кредитных институтов», который читается в рамках подготовки специалистов в области финансов и кредита.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Закон РСФСР от 26 июня 1991г. «Об инвестиционной деятельности в РСФСР».
2. Закон «О Центральном банке РСФСР (Банке России)» от 27 июня 2002 г. № 86 ФЗ (в редакции последующих изменений и дополнений).
3. Закон «О банках и банковской деятельности» от 27 июля 2006 г. №140 ФЗ (в редакции последующих изменений и дополнений).
4. Инструкция Банка России «О порядке регулирования деятельности банка» №110 –И от 16 января 2004 г. (в редакции последующих изменений и дополнений).
5. Письмо Банка России «О рекомендациях по анализу ликвидности кредитных организаций» №139 –Т от 27 июля 2000 г. (в редакции последующих изменений и дополнений).
6. Положение Банка России «Об обязательных резервах кредитных организаций, депонируемых в Центральном банке Российской Федерации» № 255 –П от 29 марта 2004 г. (в редакции последующих изменений и дополнений).
7. Положение Банка России «О порядке кредитования (размещения) кредитными организациями денежных средств и их возврата (погашения)» № 54 – П от 31 августа 1998 г. (в редакции последующих изменений и дополнений).
8. Федеральный закон от 2 января 2000г. № 22-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» // Российская газета. – 2000. - № 6.
9. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. - Киев, 2001.
10. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. – СПб.: Изд-во «Питер», 2000.
11. Валдайцев С.В. Управление инвестиционным бизнесом: Учебное пособие для вузов. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
12. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2001.
13. Банковское дело / Под ред. Г.Г. Коробовой. - М.: Экономист, 2009.
14. Банковское дело / Под ред. О.И.Лаврушина. - М.: Финансы и статистика, 2008.
15. Банковское дело / Под ред. А.М.Тавасиева. - М.: ЮНИТИ, 2001.
16. Банковское дело /Под ред. Г.Н.Белоглазовой. - М.: Финансы и статистика, 2009.
17. Банковский менеджмент / Под ред. О.И. Лаврушина. - М.: Кнорус, 2010.
18. Банковский менеджмент: управление персоналом/ Ю.Д. Одегов и др. - М.: Экзамен, 2004.

19. Банковское дело: современная система кредитования / Под ред. О.И. Лаврушина. - М.: КНОРУС, 2005.
20. Как организовать клиентскую службу банка / Д.Н. Владиславлев. - М.: Ось-89, 2004.
21. Гамза В.А., Ткачук И.Б. Безопасность коммерческого банка: Учебно-практическое пособие. - М.: Издатель Шумилова И.И., 2000.
22. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования / Пер. с англ. - М.: Дело, 1999.
23. Жуков Е.Ф. Банки и небанковские кредитные организации и их операции. – М.: Вузовский учебник, 2009.
24. Инвестиции: Учебник /С.В.Валдайцев, П.П. Воробьев и др. - М.: ТК «Велби», Изд-во «Прспект», 2003.
25. Инвестиционные ресурсы / В.К.Гуртов.- М.: Экзамен, 2002. - 384 с.
26. Игонина Л.Л. Инвестиции: Учебное пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.А. Слепова. - М.: Экономист, 2003. - 478 с.
27. Инвестиции: Учебное пособие /А.И. Деева. - М.: Изд-во «Экзамен», 2004. - 320 с.
28. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. – СПб.: Изд-во «Питер», 2000.
29. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. - М.: Финансы и статистика, 1998.
30. Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков. - М.: Финансы и статистика, 2000.
31. Ляховский В.С. и др. Что и как Банк России проверяет в коммерческих банках. - М.: Илиос АРВ, 2000.
32. Миллер Р.Л., Ван Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. - М.: Инфра-М, 2000.
33. Система управления ресурсами банка /В.А. Купчинский, А.С. Улинич. - М.: Экзамен, 2000.
34. Тарасевич Е.И. Анализ инвестиций в недвижимость. - СПб.: МКС, 2000.
35. Тарасевич Е.И. Финансирование инвестиций в недвижимость. - СПб.: СПбГТУ, 1998.
36. Финансы: Учебник / Под ред. проф. В.В. Ковалева. – М.: Прспект, 2007.
37. Финансы предприятий: Учебник / Под ред. М.В.Романовского. - СПб.: Издательский дом «Бизнес - пресса», 2000.
38. Шеремет А.Д., Щербакова Г.Н. Финансовый анализ в коммерческом банке. - М.: Финансы и статистика, 2000.

Учебное издание

Федорец Елена Владимировна

ФИНАНСЫ ИНВЕСТИЦИОННО-КРЕДИТНЫХ ИНСТИТУТОВ

Учебное пособие

Редактор Н.Л. Борисова

Подписано к печати	Формат 60x84 1/16	Бумага тип. № 1
Печать трафаретная	Усл. печ.л. 10,75	Уч.-изд.л. 10,75
Заказ	Тираж	Цена свободная

РИЦ Курганского государственного университета.
640669, г. Курган, ул. Гоголя, 25.
Курганский государственный университет.