

Денис Шевчук

# Организация и финансирование инвестиций



Денис Шевчук

**Организация и  
финансирование инвестиций**

«Автор»

**Шевчук Д. А.**

Организация и финансирование инвестиций / Д. А. Шевчук —  
«Автор»,

В учебнике в краткой и доступной форме рассмотрены все основные вопросы, предусмотренные государственными образовательными стандартами и учебными программами по дисциплинам «Организация и финансирование инвестиций», «Инвестиции», «Экономическая оценка инвестиций». Книга позволит быстро получить основные знания по предмету, а также качественно подготовиться к зачету и экзамену. Предлагаемый учебник предназначен для студентов экономических специальностей, изучающих курсы «Инвестиции», «Организация и финансирование инвестиций», «Экономическая оценка инвестиций», аспирантам, преподавателям, сотрудникам банков, финансовым менеджерам, предпринимателям и всем, интересующимся данной тематикой или хочет привлечь кредиты или инвестиции. Учебник представляет собой своеобразный краткий конспект курса. Его цель – помочь студентам, систематизировать учебный материал, лучше подготовиться к семинарским занятиям и экзаменам. Благодаря форме построения он дает общую канву изучаемого курса, помогает вычленить узловые положения и проблемы, проследить их внутреннюю связь, уяснить логическую последовательность.

© Шевчук Д. А.

© Автор

## Содержание

Введение	5
Экономическая сущность и виды инвестиций. Теория инвестиционных решений	7
Факторы формирования инвестиционного спроса предприятий	18
Финансовые институты	19
Страховые компании	20
Пенсионные фонды	22
Инвестиционные компании	23
Ссудосберегательные ассоциации	26
Благотворительные фонды	27
Временная стоимость денег и ее учет в оценке инвестиционных проектов	28
Конец ознакомительного фрагмента.	30

# Денис Александрович Шевчук

## Организация и финансирование инвестиций

### Введение

*Менеджер – наемный управленец, начальник! Если у вас нет ни одного подчиненного – вы не менеджер, а максимум специалист!*  
**Денис Шевчук**

Инвестиции (капитальные вложения) – совокупность затрат материальных, трудовых и денежных ресурсов, направленных на расширенное воспроизводство основных фондов всех отраслей народного хозяйства. Инвестиции относительно новый для нашей экономики термин. В рамках централизованной плановой системы использовалось понятие «валовые капитальные вложения», под которыми понимались все затраты на воспроизводство основных фондов, включая затраты на их ремонт. Инвестиции более широкое понятие. Оно охватывает и так называемые реальные инвестиции, близкие по содержанию к нашему термину «капитальные вложения», и «финансовые» (портфельные) инвестиции, то есть вложения в акции, облигации, другие ценные бумаги, связанные непосредственно с титулом собственника, дающим право на получение доходов от собственности. Финансовые инвестиции могут стать как дополнительным источником капитальных вложений, так и предметом биржевой игры на рынке ценных бумаг. Но часть портфельных инвестиций вложения в акции предприятий различных отраслей материального производства по своей природе ничем не отличаются от прямых инвестиций в производство. Выделены следующие главные задачи инвестиционной политики: формирование благоприятной среды, способствующей повышению инвестиционной активности негосударственного сектора, привлечение частных отечественных и иностранных инвестиций для реконструкции предприятий, а также государственная поддержка важнейших жизнеобеспечивающих производств и социальной сферы при повышении эффективности капитальных вложений (подробнее см. Шевчук Д.А. Корпоративные финансы. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2008).

Инвестиционная деятельность в той или иной степени присуща любому предприятию. Принятие инвестиционного решения невозможно без учета следующих факторов: вид инвестиции, стоимость инвестиционного проекта, множественность доступных проектов, ограниченность финансовых ресурсов, доступных для инвестирования, риск, связанный с принятием того или иного решения и др.

Причины, обуславливающие необходимость инвестиций, могут быть различны, однако в целом их можно подразделить на три вида: обновление имеющейся материально-технической базы, наращивание объемов производственной деятельности, освоение новых видов деятельности. Степень ответственности за принятие инвестиционного проекта в рамках того или иного направления различна. Так, если речь идет о замещении имеющихся производственных мощностей, решение может быть принято достаточно безболезненно, поскольку руководство предприятия ясно представляет себе, в каком объеме и с какими характеристиками необходимы новые основные средства. Задача осложняется, если речь идет об инвестициях, связанных с расширением основной деятельности, поскольку в этом случае необходимо учесть целый ряд новых факторов: возможность изменения положения фирмы на рынке товаров, доступ-

ность дополнительных объемов материальных, трудовых и финансовых ресурсов, возможность освоения новых рынков и др.

Очевидно, что важным является вопрос о размере предполагаемых инвестиций. Так, уровень ответственности, связанной с принятием проектов стоимостью 1 млн. руб. и 100 млн. руб., различен. Поэтому должна быть различна и глубина аналитической проработки экономической стороны проекта, которая предшествует принятию решения. Кроме того, во многих фирмах становится обыденной практика дифференциации права принятия решений инвестиционного характера, т. е. ограничивается максимальная величина инвестиций, в рамках которой тот или иной руководитель может принимать самостоятельные решения (подробнее см. Шевчук Д.А. Создание собственной фирмы: Профессиональный подход. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007).

Нередко решения должны приниматься в условиях, когда имеется ряд альтернативных или взаимно независимых проектов. В этом случае необходимо сделать выбор одного или нескольких проектов, основываясь на каких-то критериях. Очевидно, что таких критериев может быть несколько, а вероятность того, что какой-то один проект будет предпочтительнее других по всем критериям, как правило, значительно меньше единицы.

В условиях рыночной экономики возможностей для инвестирования довольно много. Вместе с тем любое предприятие имеет ограниченные свободные финансовые ресурсы, доступные для инвестирования. Поэтому встает задача оптимизации инвестиционного портфеля.

Весьма существен фактор риска. Инвестиционная деятельность всегда осуществляется в условиях неопределенности, степень которой может значительно варьировать. Так, в момент приобретения новых основных средств никогда нельзя точно предсказать экономический эффект этой операции. Поэтому нередко решения принимаются на интуитивной основе. Принятие решений инвестиционного характера, как и любой другой вид управленческой деятельности, основывается на использовании различных формализованных и неформализованных методов. Степень их сочетания определяется разными обстоятельствами, в том числе и тем из них, насколько менеджер знаком с имеющимся аппаратом, применимым в том или ином конкретном случае. В отечественной и зарубежной практике известен целый ряд формализованных методов, расчеты с помощью которых могут служить основой для принятия решений в области инвестиционной политики. Какого-то универсального метода, пригодного для всех случаев жизни, не существует. Вероятно, управление все же в большей степени является искусством, чем наукой. Тем не менее, имея некоторые оценки, полученные формализованными методами, пусть даже в известной степени условные, легче принимать окончательные решения.

## **Экономическая сущность и виды инвестиций. Теория инвестиционных решений**

Проблема принятия инвестиционных решений традиционно находится в центре внимания как ученых-теоретиков, так и хозяйственников-практиков. И это объяснимо: инвестирование играет ключевую роль в фундаментальных экономических процессах, протекающих как на уровне всей экономики, так и на уровне отдельных предприятий. От качественных и количественных характеристик инвестиций зависят производственный потенциал страны, эффективность его функционирования, отраслевая и воспроизводственная структура общественного производства. Решение многих социальных проблем, таких как безработица, условия труда, уровень жизни населения, связано с масштабами инвестиционного процесса и его эффективностью. Но, несмотря на значительное количество публикаций по данной проблеме, для российской экономики она не решена. Об этом свидетельствуют статистические данные. Инвестициями являются денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности и другие виды деятельности в целях получения прибыли и достижения положительного экономического и социального эффекта. В соответствии с подобным подходом выделяются следующие виды затрат предприятий, относимых в финансовом менеджменте к инвестиционным расходам:

1. Финансовые (портфельные) инвестиции.
2. Реальные инвестиции.
3. Инвестиции в нематериальные активы.

К финансовым инвестициям относится приобретение инвестором акций, облигаций, а также других ценных бумаг, выпущенных частными и корпоративными компаниями, а также государством с целью получения прибыли. К реальным инвестициям относятся затраты на приобретение основного капитала и на прирост материально-производственных запасов. Результатом реального инвестирования является замена устаревшего оборудования на новое, расширение действующих или создание новых предприятий. Инвестиции в нематериальные активы предусматривают вложения денежных средств в развитие научных исследований, приобретение лицензий на использование новых технологий, повышение квалификации работников и другие подобные цели. В макроэкономике к инвестиционным расходам относятся следующие затраты предприятий, отражающиеся в национальных счетах:

1. Инвестиции фирм в основной капитал, представляющие собой затраты на приобретение фирмами основных производственных фондов и оборудования.
2. Инвестиции в создание запасов. Запасы – это резервы сырья, полуфабрикатов на стадии незавершенного производства или готовых изделий, принадлежащих фирме.
3. Инвестиции в жилищный фонд; к ним относятся затраты на поддержание жилищного фонда и строительство нового жилья.

Кроме того, на макроуровне выделяются два вида инвестиций – валовые и чистые. Валовые инвестиции представляют собой сумму годовых амортизационных отчислений и чистых инвестиций, увеличивающих размер основного капитала. Если обозначить валовые инвестиции –  $I_g$ ; чистые –  $I_n$ ; норму годовых амортизационных отчислений –  $N_a$ , а основной капитал, функционирующий в экономике, –  $K$ , то можно определить взаимосвязь этих двух видов инвестиционных расходов при помощи формулы

$$I_g = I_n + N_a \times K$$

Сопоставив подходы к определению содержания инвестиционных расходов на уровне отраслевой экономики и на уровне макроэкономики, мы видим принципиальные несовпадения, состоящие в следующем:

1. Отсутствует единообразие в трактовке объектов инвестирования. Так, в хозяйственной практике к инвестиционным расходам относятся любые денежные траты, приносящие фирме прибыль. На уровне макроэкономики к инвестициям относятся затраты на приобретение средств производства и приобретение жилья. То есть к инвестиционным расходам относятся затраты на приобретение материально-вещественных благ длительного пользования независимо от способа их использования – производственного или личного.

2. По-разному определяются формы доходов от инвестиционной деятельности. На макроуровне – это прибыль от предпринимательской деятельности, направленная на развитие производственной и непроизводственной сфер общественного производства. На уровне фирмы – это процент, получаемый от купли-продажи финансовых активов, прибыль от производственной деятельности, арендные платежи и т. п. доходы.

3. Неоднозначно определяется содержание инвестиционной деятельности. На уровне предприятия к ней относится любая деятельность, приносящая ту или иную форму дохода. На макроуровне инвестиционная деятельность связана с развитием реального сектора экономики, к которому относятся как производственная, так и непроизводственная сферы. Размеры инвестиций являются на макроуровне критерием характера экономического развития. Если валовые инвестиции меньше амортизационных отчислений, то общественное воспроизводство носит суженный характер; если равны – то простое, и если валовые инвестиции превышают амортизационные отчисления, то общественное воспроизводство носит расширенный характер.

Мы перечислили основные различия в трактовке инвестиционной деятельности, ее форм и результатов для различных уровней экономики и должны сделать вывод, что они носят принципиальный характер. Как считает Шевчук Денис Александрович, макроэкономик, разрабатывающая модели регулирования национального хозяйства, использует одно толкование сущности инвестиций, а в практических рекомендациях для хозяйствующих субъектов существует свое понимание этой категории, в соответствии с которым и строится их инвестиционная политика. В этом противоречии состоит, по нашему мнению, одна из серьезных причин отсутствия связи между теоретическими построениями и практическими результатами, что имеет неблагоприятные последствия как для науки, так и для практики. Для выявления причин указанных противоречий рассмотрим, как развивалась теория инвестирования и каковы представления мыслителей ведущих экономических школ о сущности анализируемого процесса.

Начнем историко-логическое исследование с самого раннего научного направления – меркантилизма. Общеизвестно, что представители данного направления богатство нации отождествляли с деньгами, а деньги с благородными металлами. Источником же богатства считалась внешняя торговля, обеспечивающая приток в страну золотых и серебряных денег посредством поддержания активного торгового баланса. Эта мысль выражена в названии книги Т. Мэна «Богатство Англии во внешней торговле как принцип нашего богатства». Но более тщательный анализ позволяет сделать вывод, что представители этого раннего учения считали, что преумножение богатства нации можно обеспечить использованием денег для организации общественного производства. Об этом свидетельствует дошедшая до нас информация о дебатах, происходивших в английской палате общин в 1621 г. Так, один из наиболее влиятельных членов парламента, сэр Эдвин Сэндис, указывал, что фермеры и ремесленники почти повсеместно испытывают лишения, что ткацкие станки бездействуют, что крестьянам приходится расторгать свои контракты «не из-за нехватки плодов земли (благодарение Господу), а из-за нехватки денег». По существу, деньги рассматривались меркантилистами как денежная форма капитала, которая должна превратиться сначала в производительную, а затем в товар-



ную форму, обеспечив таким образом непрерывность производственного процесса и занятость фермеров и ремесленников. Конечно, в явном виде такого исследования проведено не было, меркантилисты даже не употребляли сам термин “инвестиции”, но содержание их высказываний доказывает понимание того, что накопление сокровищ не является самоцелью для нации, а представляет лишь одно из звеньев процесса общественного воспроизводства. Таким образом, мы видим, что представители меркантилизма подметили необходимость инвестирования в производственную сферу с целью преодоления негативных явлений в экономике и преумножения богатства нации.

С большей определенностью процесс инвестирования проанализирован представителями учения физиократов. Ф. Кэне, автор “Экономической таблицы”, впервые определил натурально-вещественную структуру инвестиций, подразделив их на “*avances primitives*” и “*avances annuelles*”, т. е. первоначальные и ежегодные авансы. Под первоначальными авансами понимались затраты на приобретение сельскохозяйственных машин, построек, рабочего скота. Эти затраты представляют собой, по определению Ф. Кэне, фонд земледельческого оборудования, время оборота которого составляло 10 лет. Ежегодные авансы состоят из затрат на семена, найм сельскохозяйственных рабочих и других подобных издержек, которые требуют ежегодного возобновления. Кэне полагал, что в ежегодные издержки входит 1/10 часть первоначальных авансов и полностью авансы ежегодные.

Различие между обоими видами авансов возникает у Кэне лишь тогда, когда авансированные деньги превращены в элементы производительного капитала, т. е. капитала, непосредственно включенного в процесс производства. А так как у физиократов единственным видом производительного капитала считался капитал, применяемый в земледелии, то и различия эти относятся только к капиталу фермера. Ф. Кэне, отрицательно относившийся к идеям меркантилистов, не причисляет ни деньги, ни находящиеся на рынке товары ни к первоначальным, ни к ежегодным авансам. Тем самым у физиократов к инвестициям относится лишь производительная форма капитала, используемого в земледелии.

Различие между его двумя составными частями (первоначальными и ежегодными авансами) состоит в различии способов, посредством которых они входят в стоимость годовой продукции, и в различии способов их возмещения. Следует отметить, что у физиократов более позднего периода “авансы” прямо называются капиталом. Кроме того, определена и непосредственная взаимосвязь между величиной производительного капитала и богатством нации. Например, Ле Трон писал: “В виде произведений труда, существующих более или менее продолжительное время, нация обладает значительным фондом богатств: этот фонд составляет капитал – капитал, непрерывно возобновляющийся и возрастающий”. Таким образом, физиократы не делают различия между пониманием сущности инвестиций на уровне отдельного фермерского хозяйства и на уровне общественного производства в целом. В любом случае к ним относятся затраты на приобретение материально-вещественных факторов производства, использование которых предусматривает как доходы фермера, так и богатство нации. Первые физиократы вводят в экономическую теорию название этих материально-вещественных факторов – капитал. Таким образом, инвестирование выступает как процесс, направленный на возобновление и увеличение используемого капитала, при помощи которого осуществляется производственный процесс в сельском хозяйстве и возрастает богатство нации. Отличительная черта инвестирования на различных уровнях экономики состоит во включении в затраты фермера (“*avances annuelles*”) затрат на приобретение средств производства и на найм сельскохозяйственных рабочих, тогда как на национальном уровне к капиталу отнесены только вещественные факторы производства (подробнее см. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Макроэкономика: Конспект лекций. – М.: Высшее образование, 2006).

Теперь проанализируем понимание инвестиционного процесса основоположником классической теории А. Смитом.

Так же как и физиократы, он выделял объективность процесса формирования капитала, соотнося его с главной задачей своего сочинения – исследованием причин богатства народов. Известно, что результат годового труда какой-либо нации, по мнению А. Смита, может быть увеличен двумя способами: или посредством увеличения числа производительных работников, или увеличением производительной силы прежде нанятых работников. И в том и в другом случае необходимо увеличить капитал, используемый или для создания рабочих мест новых работников или для усовершенствования машин и орудий, повышающих производительную силу труда уже занятых в общественном производстве. Таким образом, А. Смит устанавливает взаимосвязь: богатство народов – количество производительных работников – производительная сила труда – размер капитала, воплощенного в средствах производства.



Рисунок 1. Представления физиократов о взаимосвязи инвестиций, капитала и богатства нации

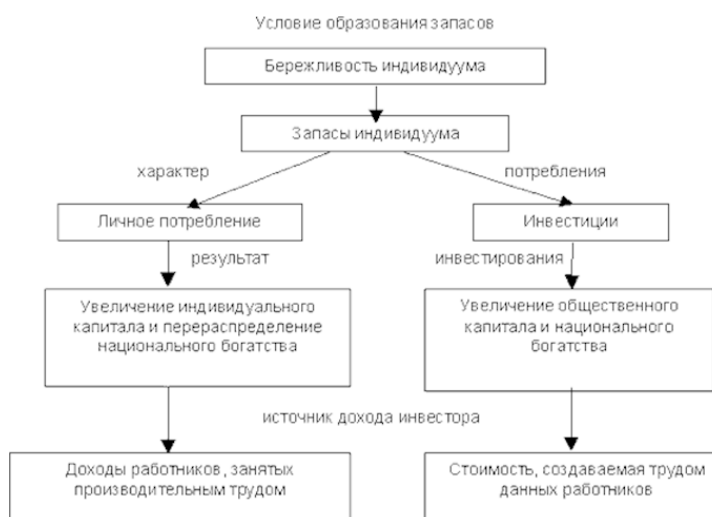


Рисунок 2. Инвестиции: цель и результаты в представлении А. Смита

Дальнейшее развитие теории инвестирования было осуществлено К. Марксом в рамках его учения о капитале и прибавочной стоимости. Мы предприняли попытку выделить основные моменты, относящиеся к инвестиционному процессу, изложенные К. Марксом в его общей теории определения закономерностей капиталистического способа производства.

Как известно, капитал, в представлении К. Маркса, есть стоимость, приносящая прибавочную стоимость. Анализируя этот процесс самовозрастания капитала, Маркс выделяет три стадии его движения, в своей совокупности названные кругооборотом. “Капитал есть движение, – пишет он, – процесс кругооборота, проходящий различные стадии, процесс, который, в свою очередь, включает в себе три различные формы кругооборота”. На первой стадии капиталист появляется на товарном рынке и на рынке труда как покупатель с целью приобретения необходимых факторов производства – средств производства и рабочей силы; на второй стадии происходит производительное потребление товаров, купленных капиталистом, и создание трудом наемных рабочих товаров, обладающих большей стоимостью, чем стоимость факторов производства; и на третьей стадии происходит реализация произведенных товаров, причем денежный капитал превышает первоначально авансированный на величину прибавочной стоимости.

Таким образом, конечной целью кругооборота капитала является получение прибавочной стоимости собственником средств производства. Для этого на первой стадии происходит инвестирование денежных средств для приобретения необходимых факторов производства, выступающих в форме постоянного и переменного капиталов. Раскрывая источник появления прибавочной стоимости, представляющей собой неоплаченный труд рабочих, Маркс одновременно формулирует и общие закономерности процесса производства, указывая, что рабочие и средства производства всегда остаются его факторами, и при авансировании денежных средств необходимо соблюдать качественную и количественную пропорции. Качественная пропорция состоит в том, что “денежная сумма разделяется на две части, – пишет Маркс, – одна из них идет на покупку рабочей силы, а другая – на покупку средств производства. Эти два ряда покупок имеют место на совершенно различных рынках: один – на собственно товарном рынке, другой – на рынке труда”. Количественная пропорция состоит в определенном соотношении между количеством средств производства и массой живого труда, способного привести его в действие. “Если бы налицо не было достаточно средств производства, то избыточный труд, который получает в свое распоряжение покупатель, не нашел бы себе применения. Если бы налицо было больше средств производства, чем труда, имеющегося в распоряжении покупателя, то они остались бы ненасыщенным трудом, не превратились бы в продукт”, – подчеркивает важность количественного соотношения между факторами производства К. Маркс. Таким образом, в свете учения К. Маркса процесс инвестирования на уровне отдельного предприятия состоит в приобретении, в определенной количественной и качественной пропорции, средств производства и рабочей силы с целью получения собственником предприятия прибавочной стоимости.

Маркс формулирует и количественно определяет соотношения между стоимостной и натурально-вещественной структурой общественного продукта, называя это условиями его реализации. Применительно к нашей проблеме мы можем сказать, что это условия равенства инвестиционного спроса предложению произведенных средств производства и предметов потребления для нанимаемых рабочих. Рассмотрим эти условия. Если воспроизводство носит простой характер, то стоимость продукта первого подразделения должна быть равна стоимости средств производства, потребленных в обоих подразделениях, или

$$I(C+V+M)=IC+IC,$$

где  $C$  – стоимость потребленных средств производства;

$V$  – стоимость рабочей силы;

$M$  – прибавочная стоимость.

К. Маркс впервые поставил вопрос о влиянии условий реализации произведенного продукта на характер общественного воспроизводства и сформулировал, с определенными допущениями, условия равновесия на инвестиционном и товарном рынках. Следующая важная проблема, поднятая Марксом, это появление, помимо денежного капитала, представляющего

собой одну из трех форм кругооборота промышленного капитала, “MONEYED CAPITAL”, или капитала, приносящего проценты.

Причиной появления этого капитала, называемого также ссудным, является развитие масштабов общественного производства и необходимость кредитной и банковской системы (подробнее см. Шевчук Д.А. Банковские операции. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007). Маркс считает, что движение этого капитала оторвано от движения промышленного, и поэтому он называет его “фиктивным”.

Иной подход к исследованию инвестиционного процесса мы встречаем у Альфреда Маршалла, основоположника школы неоклассического направления.

А. Маршалл анализирует процесс инвестирования как часть более общей проблемы – механизма функционирования рынка капитала. Рынок капитала представлен взаимодействием спроса и предложения, учетом факторов, оказывающих влияние на формирование каждого из указанных элементов. Причем субъектами спроса и предложения капитала являются различные лица, имеющие различные мотивации своей деятельности.

Рассмотрим прежде всего формирование предложения капитала, которое определяется сбережениями частных лиц. Под сбережениями А. Маршалл понимал разницу между доходами и издержками на потребление. Субъектами сбережений, по его мнению, могут стать все члены общества, хотя большая часть сбережений осуществляется собственниками капитала. Но тем не менее, по его утверждению, “...рента, заработки лиц свободных профессий и наемных рабочих служат важным источником накопления”. Регулируется накопление множеством разнообразных причин, среди которых Маршалл выделяет такие, как обычаи, привычка к сдержанности и умение предвидеть будущее, сила семейных привязанностей, состоящая в накоплении средств для образования своих детей, самообеспечения в старости. Наиболее значимая из них – ставка банковского процента, выступающая как регулятор объема сбережений. Маршалл подчеркивает наличие прямой зависимости между этими величинами: “Повышение предлагаемой за капитал процентной ставки, т. е. цены спроса на сбережения, ведет к увеличению объема накопления”.

В уровне процентной ставки А. Маршалл видит вознаграждение потерь, с которыми связано ожидание будущего удовлетворения от материальных ресурсов, объясняя этим рост сбережений при увеличении ставки процента. “Равным образом, – пишет он, – когда человек рассчитывает не сам употребить свое богатство, а предоставить его под процент, то чем выше процентная ставка, тем больше награды за накопление”. Причем процентная ставка зависит от того, использует ли предприниматель свои собственные средства или заемные. Маршалл использует понятие “валового процента” и “нетто-процента”. Он определяет разницу между ними следующим образом: “Процент, который мы имеем в виду, когда говорим, что он просто представляет собой доход на капитал, – это “нетто-процент”; однако то, что обычно подразумевается под выражением “процент”, включает, помимо этого, и другие элементы, и это можно назвать “валовым процентом”. Превышение валового процента над нетто-процентом Маршалл объясняет наличием “личного риска” для заимодавца. “Дело в том, – пишет он, – что тот, кто ссужает капитал для применения его в предпринимательских целях, должен взимать за него более высокий процент в качестве страховки возможного изъятия или дефекта в личном характере или в личных способностях заемщика”. К этим дефектам в характере предпринимателя Маршалл относит такие качества, как:

1. Отсутствие честности, энергичности, стимулов работы с заемным капиталом.
2. Недостаток знаний.
3. Мошенничество.

Таким образом, впервые в экономической теории было заявлено о влиянии собственности на используемые сбережения на величину ставки банковского процента, которая выступает как цена предложения на рынке капитала. Второй элемент рынка капитала – спрос – регулирует

ется нормой прибыли на вложенный капитал, которую получает предприниматель. А. Маршалл проводит подробный анализ этого показателя, уделяя основное внимание структуре затрат предпринимателя и проблеме дисконтирования, т. е. временного соизмерения вложенных средств и отдачи от них. Инвестирование будет производиться в случае, если помимо затрат предприниматель получает дополнительную прибыль. Уровень этой прибыльности носит в рассуждениях Маршалла субъективный характер и зависит от расчета бизнесмена: “Предусмотрительный бизнесмен станет направлять вложения капитала на все участки производства до тех пор, пока не будет достигнута внешняя граница, или предел прибыльности, т. е. тот предел, при котором бизнесмену не покажется, что нет достаточных оснований полагать, что выгоды от каждого нового вложения возместят его издержки”. Несмотря на довольно расплывчатую формулировку этого “предела прибыльности” А. Маршалл дает определение условий инвестирования, состоящее в сопоставлении затрат и результатов.



Рисунок 3. Рыночный капитал и факторы инвестирования в представлении А. Маршалла

В дальнейшем изучение закономерностей инвестиционного процесса было предпринято Дж. М. Кейнсом в его работе “Общая теория занятости, процента и денег”. Отличительная особенность исследований этого ученого состоит в перенесении анализа инвестиционного процесса на уровень макроэкономики. Исторической предпосылкой кейнсианского учения послужила Великая экономическая депрессия 1929–1933 гг., поразившая все развитые страны с системой хозяйствования, основанной на рыночных принципах, декларируемых классической школой. Основной из этих принципов, известный как закон Сэя, состоит в том, что “предложение рождает спрос”, а гибкость цен на товарных рынках и рынках ресурсов обеспечивает полную реализацию произведенных товаров и полное использование ресурсов. Кейнс подверг критике постулаты классической школы, утвердившейся в работах Рикардо, Пигу, Эджуорта и его учителя – Маршалла. Их основную ошибку он видел в игнорировании факторов, оказывающих самостоятельное, независимое от предложения, воздействие на спрос, который, в свою очередь, сдерживает производство и приводит к безработице. Логика рассуждений Кейнса следующая: 1. При данном состоянии техники, объеме применяемых ресурсов и уровне издержек объем национального производства зависит от занятости, которую автор обозначает символом  $N$ . 2. Соотношение между объемом производства и величиной ожидаемых расходов на потребление, обозначенной  $D1$ , зависит от психологической характеристики общества, названной склонностью к потреблению. Следовательно, потребление зависит также и от уровня занятости. 3. Объем затрат труда  $N$ , на который предприниматели предъявляют спрос, зависит от ожидаемых расходов общества на потребление ( $D1$ ) и от ожидаемых расходов общества на новые инвестиции ( $D2$ ).

$$D = D_1 + D_2.$$

4. Поскольку  $D_1 + D_2 = y(N)$ , где  $y$  – функция совокупного предложения, а  $D_1$  – функция от  $N$  (вводится обозначение  $N=X(N)$ ), зависящая от склонности к потреблению, то  $D_2 = y(N) - X(N)$ .

5. Следовательно, равновесный уровень занятости зависит:

а) от функции совокупного предложения;

б) от склонности к потреблению;

в) от объема инвестиций  $D_2$ . Этот вывод, по утверждению Кейнса, и представляет суть общей теории занятости. Таким образом, мы видим, что в рассуждениях Кейнса инвестиционный спрос выступает как элемент совокупного спроса и как фактор, влияющий на занятость населения. Величина его определяется, с одной стороны, так называемыми “ожидаемыми” расходами общества на инвестиционные товары ( $D_2$ ); с другой стороны, – инвестиционные расходы определяются как разница между объемом совокупного предложения и ожидаемыми расходами на товары потребительского назначения. Чтобы легче представить себе взаимосвязи экономических показателей, предлагаемых Дж. М. Кейнсом, мы изобразили их в схематичной форме (рис. 4). Данная схема позволяет проследить логику рассуждения Кейнса о том, какие факторы определяют совокупный спрос, оказывающий влияние на занятость населения. Мы ограничиваемся рассмотрением условий формирования в модели Кейнса “ожидаемых инвестиционных расходов” как части совокупного спроса. Первоначально Кейнс решает вопрос об их величине, ставя в зависимость от расходов на потребление. Расходы на потребление определены как функция от занятости и от предельной склонности к потреблению. Введение в анализ этого показателя обусловливается действием выделенного Кейнсом основного психологического закона поведения населения, согласно которому люди склонны увеличивать свое потребление с ростом дохода, но не в такой степени, в какой растет доход. Если размеры потребления обозначить как  $C_w$ , а  $Y_w$  – доход, то прирост потребления ( $DC_w$ ) имеет тот же знак, что и прирост дохода ( $DY_w$ ), но величина  $DC_w$ , меньше, чем  $DY_w$ , иначе говоря,  $0 < DC_w/DY_w < 1$ . Величину  $DC_w/DY_w$  Кейнс называет предельной склонностью к потреблению. О ее динамике он говорит следующее: “... Более высокий абсолютный уровень дохода, как правило, будет вести к увеличению разрыва между доходом и потреблением... Это ведет к тому, что с ростом реального дохода более высоким оказывается удельный вес той части дохода, которая направляется в сбережения. Будет ли эта доля больше или меньше, мы все равно можем видеть основной психологический закон, присущий любому современному обществу в том, что с ростом реального дохода оно не увеличит своего потребления на всю абсолютную сумму прироста и, следовательно, будет сберегаться более значительная абсолютная сумма”. Далее в рассуждениях Кейнса речь идет о необходимости заполнить разницу между совокупным спросом и расходами на потребительские товары – инвестиционными расходами. Это обеспечит полную реализацию произведенного продукта и приток к предпринимателям денежных средств.

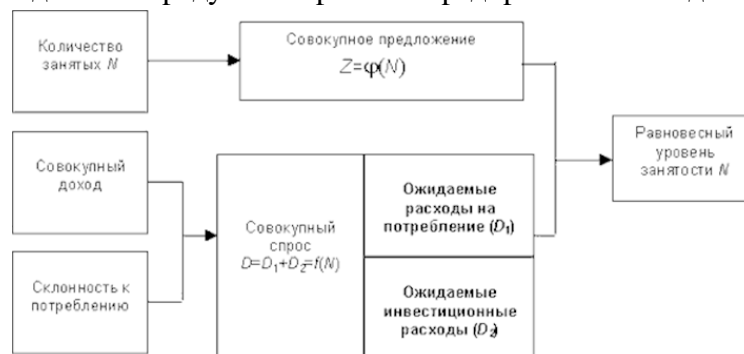


Рисунок 4. Кейнс об ожидаемых инвестиционных расходах как факторе занятости

По нашему мнению, в данном случае Кейнс не разграничивает два самостоятельных процесса: первый – это формирование инвестиционного спроса и второй – получение предпринимателями выручки за произведенную продукцию. Также мы не можем согласиться с утверждением Кейнса о том, что ожидаемые инвестиционные расходы определяют величину совокупного спроса.

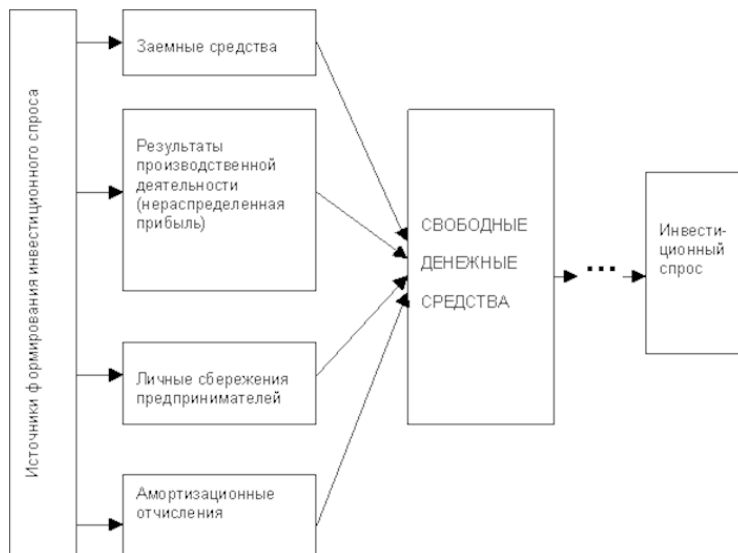


Рисунок 5. Источники инвестиционного спроса

Ожидаемые расходы – это расходы будущего планируемого периода, и они не могут влиять на формирование спроса в текущем временном интервале. Спрос зависит от расходов потребителей на приобретение произведенной продукции в предшествующем временном интервале. Именно от этих расходов зависит размер выручки предпринимателей, а соответственно и размеры прибыли, личных доходов предпринимателей и отчислений в амортизационный фонд. Поэтому мы считаем использование Кейнсом показателя ожидаемых расходов как фактора формирования спроса логической ошибкой. Текущий инвестиционный спрос является функцией от расходов потребителей предшествующего временного периода. Но для превращения свободных денежных средств, полученных за реализацию произведенной продукции, в инвестиционный спрос, необходимы определенные условия. Инвестиционные решения принимаются в случае, если предельная эффективность капитала выше ставки банковского процента. В современной литературе для определения эффективности инвестиций используется аналитический и графический способы. Аналитический способ состоит в расчете чистой дисконтной стоимости (NPV) по формуле

$$NPV = -I + [p_1/(1+r)] + [p_2/(1+r)^2] + \dots + [p_t/(1+r)^t],$$

где  $I$  – планируемые инвестиции;  $p_1 \dots p_t$  – прибыль за определенное время  $t$  использования средств производства;  $r$  – учетная ставка банковского процента. Если чистая дисконтная стоимость – положительная величина, то инвестиции принесут доход больший, чем их альтернативное использование в качестве заемного капитала. Если же  $NPV < 0$ , то более выгодно поместить свободные денежные средства в банк или искать другие варианты инвестиционных решений (подробнее см. Шевчук Д.А. Банковские операции. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007).

Так же алгебраическим способом определяется первая производная дифференцированием производственной функции и сопоставляется с процентным доходом, который можно получить от ссужаемого капитала. Графический способ заключается в определении точки пересечения графика предельной эффективности капитала и ставки банковского процента (рис. 6).

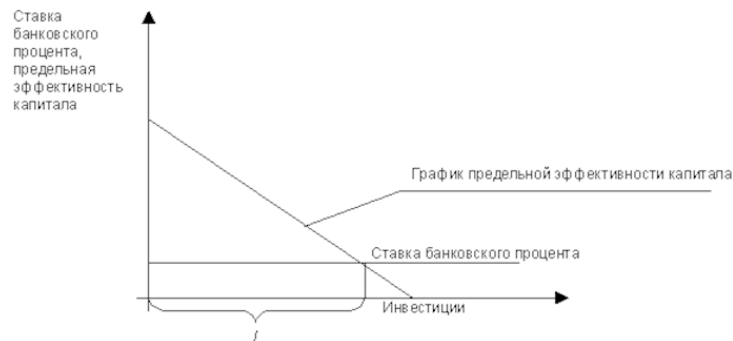


Рисунок 6. Определение объема инвестиций при наличии двух альтернативных вариантов использования собственных денежных средств

Величина  $I$  на графике определяет объем инвестиций при заданной ставке банковского процента. Отрицательный наклон прямой, что связано, во-первых, с действием закона убывающей доходности факторов производства при возрастании их объема, во-вторых, с возрастанием цены предложения капитальных благ, имеет место при увеличении спроса на них. Это, в свою очередь, увеличивает издержки использования капитального имущества и приводит к падению предельной эффективности капитала. Указанные способы определения выгодности двух альтернативных вариантов использования денежных средств во всей экономической литературе, включая и “Общую теорию занятости” Дж. М. Кейнса, подаются, как мы выше и отмечали, как способы определения объема инвестиций. Там мы читаем, что “масштаб инвестиций зависит от соотношения между нормой процента и графиком предельной эффективности капитала”. По нашему мнению, ставка банковского процента и предельная эффективность капитала определяют не реальный объем инвестиций, а позволяют оценить выгодность двух альтернативных вариантов свободных денежных средств (подробнее см. Шевчук Д.А., Шевчук В.А. Деньги. Кредит. Банки. Курс лекций в конспективном изложении: Учеб-метод. пособ. – М: Финансы и статистика, 2006). Поэтому точка пересечения графиков предельной эффективности капитала должна определять объем инвестиционного спроса, а не инвестиций. Необходимо отметить еще один момент, влияющий на оценку этих двух вариантов в случае, когда предпринимателям не хватает собственных денежных средств и они обращаются к заемным. Нам представляется, что этот вариант формирования инвестиционного спроса следует рассматривать отдельно от случая использования собственных средств, поскольку заемщик должен принимать в расчет более высокую ставку банковского процента. Эти две ставки банковского процента были названы А.Маршаллом “валовым процентом” и “нетто-процентом”. Для иллюстрации влияния на инвестиционный спрос собственности на денежные средства изобразим этот процесс графически (см. рис. 7).

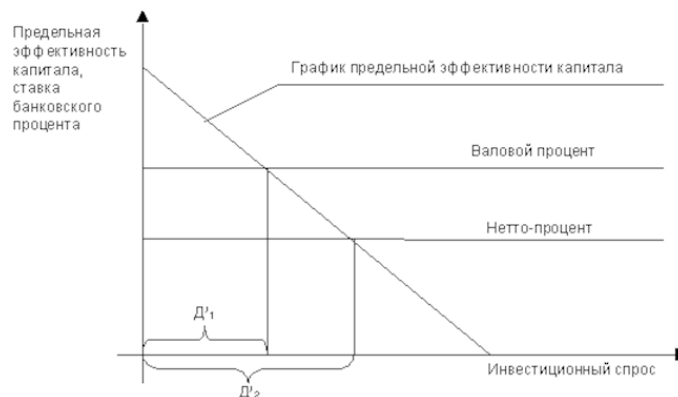




Рисунок 7. Определение инвестиционного спроса в зависимости от собственности на денежный капитал

Мы видим, что инвестиционный спрос, обозначенный нами ДП1, возникающий при ставке банковского процента, равной валовому проценту, ниже, чем инвестиционный спрос ДП2, формирующийся при ставке процента, соответствующей использованию собственных, а не заемных средств. Это приводит к выводу о том, что собственность на денежный капитал также является фактором инвестиционного спроса. В соответствии с вышесказанным мы считаем необходимым при анализе инвестиционного спроса учитывать соотношение собственных денежных средств предпринимателей и заемных. Понятно, что при большом удельном весе собственных средств влияние на них будет оказывать “нетто-процент”. При увеличении заемных средств на инвестиционный спрос все возрастающее влияние будет оказывать ставка валового процента, вызывая его уменьшение.

## Факторы формирования инвестиционного спроса предприятий

Помимо спроса на инвестиционные товары необходимо учитывать их наличие, т. е. на формирование реального объема инвестиций влияет не только спрос, но и объем предложения инвестиционных товаров на соответствующих рынках.

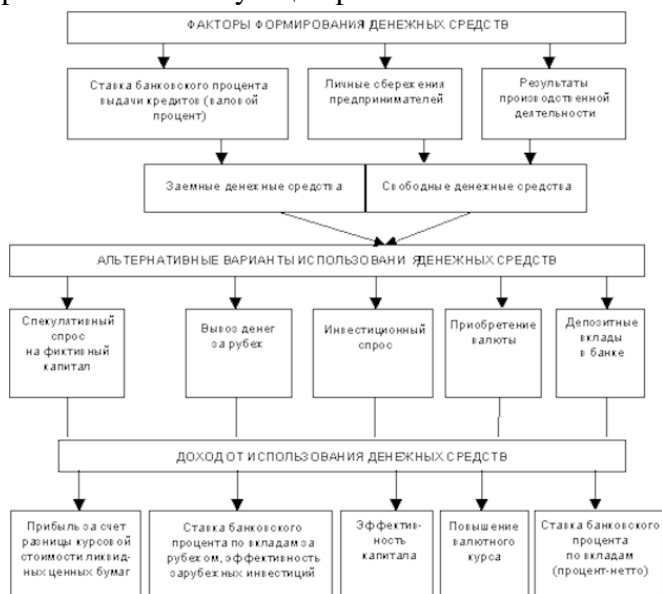


Рисунок 8. Факторы формирования инвестиционного спроса предприятий

## Финансовые институты

Среди финансовых институтов выделяют банки и специализированные небанковские кредитно-финансовые институты (подробнее см. Шевчук Д.А. Банковские операции. – М.: ГроссМедиа: РОСБУХ, 2007). В последние годы на национальных рынках ссудных капиталов развитых капиталистических стран важную роль стали выполнять специализированные небанковские кредитно-финансовые институты, которые заняли видное место в накоплении и мобилизации денежного капитала. К числу этих учреждений следует отнести страховые компании, пенсионные фонды, ссудо-сберегательные ассоциации, строительные общества (Англия), инвестиционные и финансовые компании, благотворительные фонды, кредитные союзы. Эти институты существенно потеснили банки в аккумуляции сбережений населения и стали важными поставщиками ссудного капитала.

Как считает Заместитель генерального директора «Кредитный брокер INTERFINANCE» (ИПОТЕКА КРЕДИТОВАНИЕ БИЗНЕСА) Шевчук Денис ([www.deniscredit.ru](http://www.deniscredit.ru)), росту влияния специализированных небанковских учреждений способствовали три основные причины: рост доходов населения в развитых капиталистических странах; активное развитие рынка ценных бумаг, оказание этими учреждениями специальных услуг, которые не могут предоставлять банки. Кроме того, ряд специализированных небанковских учреждений (страховые компании, пенсионные фонды) в отличие от банков могут аккумулировать денежные сбережения на довольно длительные сроки и, следовательно, делать долгосрочные инвестиции. Основные формы деятельности этих учреждений на рынке ссудных капиталов сводятся к аккумуляции сбережений населения, предоставлению кредитов через облигационные займы корпорациям и государству, мобилизации капитала через все виды акций, предоставлению ипотечных и потребительских кредитов, а также кредитной взаимопомощи (подробнее см. Шевчук Д.А. Кредиты физическим лицам. – М.: АСТ: Астрель, 2008). Указанные институты ведут острую конкуренцию между собой как за привлечение денежных сбережений, так и в сфере кредитных операций.

Страховые компании конкурируют с пенсионными фондами за привлечение пенсионных сбережений и вложение их в акции. Ссудо-сберегательные ассоциации ведут борьбу со страховыми компаниями в сфере ипотечного кредита и вложений в недвижимость, а также в области инвестирования в государственные ценные бумаги. Финансовые компании соперничают со страховыми компаниями в сфере потребительского кредита. Инвестиционные и страховые компании, пенсионные фонды конкурируют между собой за вложения в акции. Кроме того, все виды этих учреждений конкурируют с коммерческими и сберегательными банками за привлечение сбережений всех слоев населения. При этом необходимо отметить, что конкуренция как между специализированными небанковскими учреждениями, так между ними и банками носит так называемый неценовой характер. Это объясняется, прежде всего, спецификой пассивных операций каждого вида кредитно-финансовых учреждений. Так, в банковском деле действует процентная ставка по вкладам (депозитам) и предоставляемым кредитам, в страховом деле – страховой тариф, который определяет размер страховой премии и страхового возмещения, у инвестиционных компаний – курсовая разница выпускаемых и приобретаемых ими акций. Поэтому неценовая конкуренция определяется в первую очередь несопоставимостью операций и цен за них. Сопоставимость возможна лишь при инвестировании в однородные, одинаковые по своей природе объекты. В данном случае можно говорить о сопоставимости в государственные ценные бумаги и некоторые виды акций, а также в ипотечный и потребительский кредиты (подробнее см. Шевчук Д.А. Кредиты физическим лицам. – М.: АСТ: Астрель, 2008).

## Страховые компании

В отличие от банков и других кредитно-финансовых институтов страховые компании имеют более широкие организационные формы, которых в настоящее время насчитывается четыре. Первая форма организаций страховых компаний совпадает с организационными формами других кредитно-финансовых институтов в том, что построена на акционерной основе. В этом случае страховые компании выпускают акции и являются акционерными обществами. Данная форма организации характерна как для компаний страхования жизни, так и для компаний страхования имущества и от несчастных случаев. Вторая форма организации страховых компаний носит название на «взаимной основе» (mutual): каждый полисодержатель является совладельцем, т. е. акционером компании, но на базе не акции, а страхового полиса. Компания в этом случае не выпускает акции.

Такая форма организации наиболее типична для компаний страхования жизни и широко распространена в США (2/3 объема премии и свыше 70 % активов), Канаде, Англии, Австралии. Третьей формой организации страховых компаний является взаимный обмен (reciprocal). При этом компания, сформированная, по существу, на кооперативных началах, действует от имени отдельных лиц или компании. Через центральную контору компании, ее участники обмениваются страховыми рисками, страхуя самих себя, и не продают страхование на сторону. Такие компании называют компаниями внутреннего страхования, или взаимного обмена. Они занимают незначительное место в страховых операциях и действуют в основном в сфере страхования автомобилей и от огня. И, наконец, четвертая форма организации – система Ллойд, состоящая из синдикатов, в которые, как правило, входят на паях страховые компании и брокерские страховые фирмы. Ответственность по страховому риску распределяется среди членов синдиката или между всеми участниками Ллойда. Дела принимают брокеры и получают за посредничество брокерские (комиссионные). Систему Ллойда возглавляет специальный комитет, осуществляющий контроль за деятельностью синдикатов и принимающий новых членов. Эта форма характерна для Англии и Германии.

Особенностью накопления капитала страховых компаний является поступление страховых премий от юридических и физических лиц, размер которых рассчитывается на основе страховых тарифов, или ставок, а также дохода от инвестиций.

Специфика накопления капитала у страховых компаний в основном сводится к расчету страховых премий. Однако она существенно различается для страхования жизни и страхования имущества. Наиболее сложным является расчет премии в страховании жизни. Компания при расчете страхового тарифа должна учитывать три основных элемента: фонд выплаты страхового возмещения (покрытия убытков), расходы по ведению страховых операций (содержание персонала в лице служащих и страховых агентов), доход от инвестиций. Но главное значение при определении страховой ставки имеет резерв взносов, который создается за счет нетто-ставки для выплаты страховых сумм (возмещения) и надбавки на покрытие расходов по ведению страховых операций. Величина нетто-ставки зависит от уровня смертности застрахованного населения и нормы доходности самого резерва. С помощью таблиц смертности, содержащих показатели смертности населения в отдельных возрастах и дожития при переходе от одного возраста к последующему, определяется нетто-ставка, т. е. сумма, подлежащая выплате застрахованному через определенное время.

Так, на 1 000 чел. в возрасте 35 лет приходится 4,59 смертных случаев. При страховании сроком на один год на сумму 1 000 долл. компания получит с каждого лица 4,59 долл. или с 1 000 чел. – 4 590 долл. Но на самом деле ставка завышается, поскольку практика установила, что из 1 000 человек в возрасте 35 лет умирает не 4,59 чел., а 2,9 чел. Поэтому компания взимает с каждого из 1 000 чел. 1,69 долл. ( $4,59 - 2,9 = 1,69$  долл.). Размер дохода, приносимый с каждой

единицы денежной суммы, представляет собой процентную ставку, или норму дохода, которая определяется в размере 2,5 %. Поэтому, чтобы установить фонд, который надо иметь в момент заключения договора страхования, компания делает скидку на доход, приносимый определенной суммой денег в течение какого-то периода инвестирования (4,59 долл. из расчета 2,5 % в год = 0,11 цента). Следовательно, с каждого будет взиматься 4,48 долл (4,59 долл. – 0,11 цента). Но, как правило, инвестирование средств осуществляется по более высоким ставкам. Так, 4,59 долл. инвестируем из расчета 4 % в год, что дает 0,18 долл. Однако, учитывая скидку в 2,5 %, получим  $0,18 - 0,11 = 0,07$  долл., что остается в резерве компании. Таким образом, компания присваивает 1,69 долл. за счет таблицы смертности и 0,07 долл. в виде разницы нормы доходности ( $4 \% - 2,5 \% = 1,5 \%$ ) и в результате получает прибыль за счет страховых операций и инвестиций.

В страховании имущества принцип формирования страховых тарифов (ставок) основан на произвольно-психологических факторах. Базисная ставка по страхованию имущества определяется на основании данных статистики о прохождении страхования (количество аварий, погибших самолетов, автомобилей, судов, пожаров, а также стоимости убытков, расходов, размера прибыли). Например, базисная ставка корпуса танкера составляет 2 % от его стоимости при эксплуатации в течение 15–20 лет. Тариф повышается при большом сроке эксплуатации, а также, если район плавания танкера опасен (военные действия). При страховании оборудования, производственных помещений на ставку воздействует наличие противопожарной охраны и средств. Чем выше их уровень, тем ниже ставка, и наоборот. Особенности страхования имущества заключаются в том, что на формирование страховых ставок оказывают большое влияние государственные органы регулирования, министерство финансов, местные органы власти, например в США.

Формирование накоплений страховых компаний зависит и от расширения страхового рынка, внедрения новых видов страхования и совершенствования действующих его видов. В настоящее время в промышленно развитых странах действуют следующие виды страхования жизни: обычное (личное), групповое (полис на несколько человек), кредитное страхование (гарантии банкам и финансовым компаниям в случае смерти заемщика), промышленное (страхование рабочих по профессиональному признаку), страхование пенсий (аннуитеты). Виды страхования разбиваются по признаку страхового срока: пожизненное (до наступления смерти) и срочное (от года и более). Страхование от несчастных случаев включает два вида: от несчастных случаев рабочих и служащих, от несчастных случаев и болезней населения. Страхование имущества делится на следующие виды: от огня, автомобильное, авиационное, морское (страхование корпуса, груза и ответственности перед третьими лицами), которые обычно объединяются под общим названием транспортное страхование. Среди этих видов страхования широко используются, помимо прямого страхования, методы: сострахования (разделение риска между компаниями при заключении страхового договора) и перестрахования (последующая после страхования передача риска другим компаниям в целях снижения ответственности по выплате страховых убытков).

Результатом финансовой деятельности страховых компаний являются прибыль и резервы страховых взносов как разница между страховой премией и выплатой страхового возмещения плюс расходы по ведению операций. Прибыль навсегда оседает в компании, а резервы взносов как будущие обязательства перед полисодержателями направляются в инвестиции.

## Пенсионные фонды

Создание и развитие пенсионных фондов – новое явление на рынке ссудных капиталов, на рынке ценных бумаг и в целом в кредитной системе капиталистических стран. Частное пенсионное обеспечение возникло как противовес неудовлетворительному государственному социальному обеспечению, а также как результат борьбы трудящихся за свои социальные права. На развитие пенсионных фондов оказало влияние стремление корпораций и предприятий привлечь наиболее квалифицированную рабочую силу на свою сторону. Активно пенсионные фонды начинают развиваться на Западе, после Второй мировой войны, хотя первый пенсионный фонд был создан в 1875 г. в США.

Организационная структура пенсионного фонда отличается от структуры других кредитно-финансовых учреждений тем, что не предусматривает акционерной, кооперативной или паевой формы собственности. Как правило, пенсионные фонды создаются в частных корпорациях, которые юридически и фактически являются их владельцами. Однако пенсионный фонд передается на управление в траст-отделы коммерческим банкам или страховым компаниям. Такой пенсионный фонд называется незастрахованным. Вместе с тем корпорация может заключить соглашение со страховой компанией, по которому последняя получает пенсионные взносы и обеспечивает в дальнейшем выплату пенсий. В этом случае пенсионный фонд является застрахованным, так как создан в рамках страховой компании.

Основой пассивных операций пенсионных фондов являются ресурсы, поступающие от корпораций, предприятий, а также взносы рабочих и служащих, обычно составляющие 20–30 % всех поступлений. Доля взносов существенно колеблется по различным корпорациям, предприятиям и странам. Чем мощнее и богаче корпорация, тем меньше доля взносов рабочих и служащих. Особенность накопления капитала пенсионных фондов заключается в том, что он формируется в основном за счет взносов предпринимателей, рабочих и служащих, аккумулируемых как и при страховании жизни на довольно длительные сроки – 10 и более лет. Пенсионные фонды обладают долгосрочными денежными средствами и вкладывают их в правительственные и частные ценные бумаги. Почти 80 % активов пенсионных фондов составляют ценные бумаги частных корпораций. При этом свыше 30 % активов приходится на обыкновенные акции, что позволяет пенсионным фондам активно влиять на политику корпораций. Кроме того, пенсионные фонды вкладывают денежные средства в акции собственных корпораций, главным образом в обыкновенные акции.

Пенсионные фонды, управляемые банками, широко используются последними для приобретения больших пакетов акций крупных корпораций, за что коммерческие банки получают значительные комиссионные. Это позволяет сконцентрировать в руках нескольких фондов большую часть ценных бумаг, особенно акций.

Наряду с частными пенсионными фондами, создаваемыми частными корпорациями, существуют и государственные пенсионные фонды. Они, как правило, создаются на уровне центрального правительства и местных органов власти. Основой пассивных операций таких фондов являются средства бюджетов различных правительственных уровней и взносы трудящихся. Активные операции сконцентрированы в основном во вложениях в государственные ценные бумаги (что позволяет финансировать государственный долг) и в незначительной степени – в ценные бумаги корпораций. В деятельности государственных пенсионных фондов существуют специфические различия по странам с точки зрения организации, форм деятельности и инвестирования денежных средств.

## **Инвестиционные компании**

Это новая форма кредитно-финансовых институтов, которая получила наибольшее развитие в послевоенные годы, хотя существовала и в довоенное время. Приоритет в их развитии принадлежит США. Инвестиционные компании путем выпуска собственных акций привлекают денежные средства, которые затем вкладывают в ценные бумаги промышленных и других корпораций. Таким образом, за счет приобретения ценных бумаг они осуществляют наравне с другими кредитно-финансовыми институтами финансирование различных сфер экономики. В настоящее время существуют инвестиционные компании закрытого и открытого типов.

Инвестиционные компании закрытого типа осуществляют выпуск акций сразу в определенном количестве. Новый покупатель может приобрести их только у прежних держателей по рыночной цене. Инвестиционные компании открытого типа, которые носят название взаимные фонды, выпускают свои акции постепенно, определенными порциями в основном для новых покупателей. Эти акции могут передаваться или перепродаваться. Более удобной организационной формой являются компании открытого типа, поскольку постоянная эмиссия позволяет им все время увеличивать свой денежный капитал и таким образом постоянно наращивать инвестиции в ценные бумаги корпораций. В целом организационная форма инвестиционных компаний открытого и закрытого типов базируется в основном на акционерной форме.

Особенностью инвестиционных компаний является то, что среди покупателей их ценных бумаг возрастает доля кредитно-финансовых учреждений и торгово-промышленных корпораций. Каждый инвестор инвестиционного фонда обязан платить комиссионные при покупке для него акций и управлении вкладом. Размер комиссионных различается по компаниям и зависит от их финансовой мощи и репутации. При этом следует отметить, что в послевоенное время в развитых капиталистических странах наиболее быстрыми темпами развивались компании открытого типа (взаимные фонды). Развитие инвестиционных компаний тесно связано с динамикой и масштабностью рынка ценных бумаг. Чем выше уровень развития последнего, тем выше степень развития инвестиционных компаний. Наиболее успешно такие компании функционируют в США, Канаде, Англии, ФРГ и Японии.

Основой пассивных операций инвестиционных компаний являются вырученные денежные средства от реализации собственных ценных бумаг, акционерный капитал, резервный фонд, недвижимость компании.

Активные операции инвестиционных компаний специфичны и отличаются от подобных операций других кредитно-финансовых институтов. Основные денежные средства, вырученные от продажи собственных акций, инвестиционные компании обоих типов вкладывают в акции различных корпораций и компаний. 80 % активов инвестиционных компаний составляют акции, а в последние годы, кроме того, они вкладывают средства и в облигации корпораций. Существует специализация вложений: одни компании концентрируют свои инвестиции в обыкновенных акциях, другие – в привилегированных, третьи – в облигациях. Помимо этого, существует отраслевая специализация, когда компании приобретают ценные бумаги, например, только железнодорожных компаний или машиностроительных, автомобильных, электронных корпораций.

Поскольку развитие инвестиционных компаний зависит от состояния рынка ценных бумаг, в основном акций, частые колебания курсов акций отражаются на финансовом состоянии инвестиционных компаний. Падение курсов акций и особенно биржевые крахи замедляют развитие последних, а в ряде случаев ведут к их банкротству. Это наблюдалось и в США в середине 70-х и начале 80-х гг.

Инвестиционные компании привлекают к инвестиционной деятельности широкие слои населения, т. е. мелкого инвестора, благодаря чему удается, во-первых, мобилизовать зна-

чительные средства для капиталовложений в экономику, а во-вторых, создать определенную иллюзию, что каждый может стать владельцем акций и, значит, собственником. С этой целью бумаги продаются по низким ценам и доступны для средних слоев населения. В США, например, такие цены колебались в послевоенные годы от 2 до 30 долл. Обычно мелкие инвесторы привлекаются в период биржевого бума, когда курсы акций растут. Однако в условиях ухудшения конъюнктуры они, как правило, несут большие потери. Практика западных стран показывает, что все-таки основными вкладчиками являются крупные, индивидуальные и коллективные инвесторы, а контроль за деятельностью инвестиционных компаний осуществляют крупнейшие акционеры.

В 70-х гг. возникли новые инвестиционные компании открытого типа, которые получили название взаимные фонды денежного рынка (Money Market Mutual Funds). Такой вид инвестиционных компаний получил развитие в основном в США и Канаде. Их название обусловлено тем, что эти компании работают на рынке ценных бумаг в основном с краткосрочными ценными бумагами. Как и другие инвестиционные фонды открытого типа, они также выпускают акции, однако, весьма дешевые по цене 1 долл. за акцию. При этом стоимость одной акции не изменяется в результате колебания ссудного процента, а потому акции имеют твердые цены. Это обусловило широкий приток клиентов в такие фонды, обеспечив им довольно большие накопления. Так, активы фондов денежного рынка с июля 1970 г. в США возросли до 200 млрд. долл. в 1982 г., а в начале 90-х гг. они достигли суммы 300 млрд. долл.

Формирование пассивных операций этих компаний осуществляется в основном за счет выпуска дешевых акций (подробнее см. Шевчук Д.А. Корпоративные финансы. – М.: Гросс-Медиа: РОСБУХ, 2008). Свои денежные средства они вкладывают в краткосрочные ценные бумаги: краткосрочные федеральные облигации (краткосрочные векселя), муниципальные облигации, коммерческие бумаги частных корпораций, а также в финансовые инструменты (акцептованные банками векселя, депозитные сертификаты коммерческих банков). Некоторые фонды такого типа специализируются на бумагах только федерального правительства.

Фонды денежного рынка в США обладают рядом льгот по сравнению с другими инвестиционными фондами: они освобождены от выполнения требований хранить обязательные резервы в Центральном банке (ФРС), не платят налогов по муниципальным облигациям. Кроме того, следует отметить еще одно обстоятельство: длительное время процент по их акциям был выше, чем по вкладам коммерческих банков, составляющих 5,25 %, и вкладам в ссудосберегательных ассоциациях, достигавших 5,5 %. Более низкий процент в указанных кредитно-финансовых институтах обусловлен правилами ФРС. Это привело в конце 70-х гг. к широкому оттоку денежных средств во взаимные фонды денежного рынка из банков и ссуда – сберегательных ассоциаций, что существенно ухудшило их ликвидность. Поэтому с 1982 г. в США было проведено дерегулирование процентных ставок, были введены депозитные счета денежного рынка (Money Market Deposit Account), что позволило отрегулировать потоки денежных накоплений между коммерческими банками, ссуда – сберегательными ассоциациями и взаимными фондами денежного рынка. В результате денежные средства на депозитных счетах увеличились, начался отлив денежных средств из фондов денежного рынка, что существенно сократило размер их активов. К концу 80-х – началу 90-х гг. конкуренция за привлечение денежных средств между банками и фондами вступила в более устойчивую фазу, так как последние использовали свободу от резервных требований ФРС, а первые пользовались преимуществами федерального страхования депозитов. В то же время взаимные фонды денежного рынка стали проводить и расширять некоторые спекулятивные операции. Так, они стали использоваться как компании для хранения процентных платежей и дивидендов в ожидании реинвестирования. Кроме того, многие частные лица, которые сами распоряжались своими активами, имели право открывать здесь собственные акционерные счета (share accounts). Это позволило акционерам довольно быстро и бесплатно переводить денежные средства со



счетов взаимных фондов денежного рынка в зависимости от конъюнктуры на счета инвестиционных фондов, занимающихся вложениями в долгосрочные, ценные бумаги.

## Ссудосберегательные ассоциации

Ссудосберегательные ассоциации представляют собой кредитные товарищества, созданные для финансирования жилищного строительства. Их ресурсы складываются в основном из взносов пайщиков, представляющих широкие слои населения. В США, например, любой член ассоциации может получить голос за каждые 100 долл. его счета при выборах руководящего органа ассоциации.

Хотя ссудосберегательные ассоциации возникли около 150 лет назад, подлинное развитие они получили после Второй мировой войны. Основой их деятельности является предоставление ипотечных кредитов под жилищное строительство в городах и сельской местности (подробнее см. Шевчук Д.А. Квартира в кредит без проблем. – М.: АСТ: Астрель, 2008). Активные операции в основном состоят из ипотечных ссуд и кредитов, которые составляют 90 %, а также вложений в государственные ценные бумаги (центрального правительства и местных органов власти).

В последние годы ссудосберегательные ассоциации представляют серьезную конкуренцию коммерческим и сберегательным банкам в борьбе за привлечение сбережений населения. Это достигается путем установления высокого процента, а также в результате стремления населения с помощью данных учреждений решать жилищную проблему. В настоящее время число пайщиков ассоциаций составляет несколько десятков миллионов.

Ссудосберегательные ассоциации носят в основном кооперативный характер, так как базируются преимущественно на взносах пайщиков. Под таким названием данные учреждения функционируют в США, Канаде. В Англии и ряде стран Британского Содружества они называются строительными обществами. В странах Западной Европы и Японии аналогичные учреждения действуют как на кооперативной основе, так и при участии государства.

Ссудосберегательные ассоциации и строительные общества являются серьезными конкурентами банков, страховых компаний в предоставлении ипотечных кредитов (подробнее см. Шевчук Д.А. Квартира в кредит без проблем. – М.: АСТ: Астрель, 2008). Необходимо отметить, что в целом ссудосберегательные ассоциации доминируют на рынке ипотечного кредита для жилищного строительства. Как правило, к их услугам в западных странах прибегают в основном средние слои населения.

## Благотворительные фонды

Развитие благотворительных фондов также связано с рядом обстоятельств. Во-первых, благотворительность стала частью предпринимательства. Во-вторых, создание благотворительных фондов имеет весьма прагматичную причину – стремление владельцев крупных личных состояний избежать больших налогов при передаче наследств и дарении. Последнее обстоятельство наиболее важное и определяющее, поскольку позволяет крупным собственникам укрывать свои капиталы от обложения подоходным налогом и налогом на наследство.

Создавая благотворительные фонды, крупные собственники и корпорации финансируют: образование (университеты, колледжи, школы), научно-исследовательские институты, центры искусств, церкви, различные общественные организации. Передача средств в благотворительные фонды осуществляется в виде крупных денежных поступлений или пакетов акций. За счет этого благотворительные фонды действуют на рынке капиталов, вкладывая средства в различные ценные бумаги или получая дивиденды с переданных им ценных бумаг, и таким образом увеличивают свой капитал.

Пассивные операции благотворительных фондов складываются из благотворительных поступлений в виде денежных средств и ценных бумаг, а активные – из вложений в различные ценные бумаги, включая государственные, а также в недвижимость. Большую часть активов (более 90 %) составляют акции и облигации корпораций. Приоритет в создании благотворительных фондов принадлежит США. В этой стране они начали создаваться еще в довоенные годы на базе крупнейших личных состояний Карнеги, Форда, Рокфеллера и других богатых семейств. В последующие годы представители других крупных состояний тоже стали организовывать благотворительные фонды. Большое количество фондов возникло в юго-западной части страны (Калифорния, Техас, Невада, Луизиана). В послевоенные годы начали создаваться аналогичные фонды в странах Западной Европы и Японии.

Как правило, благотворительная деятельность крупных банкиров и промышленников в области образования, здравоохранения, культуры, искусства используется в их интересах в качестве имиджа и рекламы. Колледжи, институты и университеты готовят на их средства кадры, т. е. человеческий капитал, который впоследствии приносит высокие прибыли крупнейшим корпорациям и увеличивает капитал первоначальных благотворительных пожертвований.

Статистическая информация об инвестициях благотворительных фондов обычно очень ограничена, а иногда вообще недоступна. Многие фонды не представляют отчетов и не сообщают о структуре своих активов. Благотворительные фонды пользуются большими налоговыми льготами.

## Временная стоимость денег и ее учет в оценке инвестиционных проектов

Понятие временной стоимости денег приобрело особую актуальность в нашей стране с началом перехода к рыночной экономике. Причин тому было несколько: инфляция, расширившиеся возможности приложения временно свободных средств, снятие всевозможных ограничений в отношении формирования финансовых ресурсов хозяйствующими субъектами и др. Появившаяся свобода в манипулировании денежными средствами и привела к осознанию факта, который в условиях централизованно планируемой экономики по сути не был существенным, и смысл которого заключается в том, что деньги помимо прочего имеют еще одну объективно существующую характеристику, а именно – временную ценность.

В наиболее общем виде смысл понятия «временная стоимость денег» может быть выражен фразой – рубль, имеющийся в распоряжении сегодня, и рубль, ожидаемый к получению в некотором будущем, не равны, а именно, первый имеет большую ценность по сравнению со вторым.

Логика построения основных алгоритмов, позволяющих ориентироваться в истинной цене будущих поступлений с позиции текущего момента, достаточно проста и основана на следующей идее. Простейшим видом финансовой сделки является однократное предоставление в долг некоторой суммы  $PV$  с условием, что через какое-то время  $t$  будет возвращена большая сумма  $FV$  (инвестирование, по сути, также представляет собой «предоставление денег в долг» с надеждой вернуть их с прибылью в виде поступлений, генерируемых принятым проектом). Как известно, результативность подобной сделки может быть охарактеризована двояко: либо с помощью абсолютного показателя – прироста ( $FV - PV$ ), либо путем расчета некоторого относительного показателя. Абсолютные показатели чаще всего не подходят для подобной оценки ввиду их несопоставимости в пространственно-временном аспекте. Поэтому пользуются специальным коэффициентом – ставкой. Этот показатель рассчитывается отношением приращения исходной суммы к базовой величине, в качестве которой можно брать либо  $PV$ , либо  $FV$ . Таким образом, ставка рассчитывается по одной из двух формул:

$$\begin{aligned} \text{темп прироста} \quad r_t &= \frac{FV - PV}{PV} \\ \text{темп снижения} \quad d_t &= \frac{FV - PV}{FV} \end{aligned}$$

В финансовых вычислениях первый показатель имеет еще названия «процентная ставка», «процент», «рост», «ставка процента», «норма прибыли», «доходность», а второй – «учетная ставка», «дисконт». Итак, в любой простейшей финансовой сделке всегда присутствуют три величины, две из которых заданы, а одна является искомой. Процесс, в котором заданы исходная сумма и процентная ставка, в финансовых вычислениях называется процессом наращивания. Процесс, в котором заданы ожидаемая в будущем к получению (возвращаемая) сумма и коэффициент дисконтирования, называется процессом дисконтирования. В первом случае речь идет о движении денежного потока от настоящего к будущему, во втором – о движении от будущего к настоящему. Необходимо отметить, что в качестве коэффициента дисконтирования может использоваться либо процентная ставка (математическое дисконтирование), либо учетная ставка (банковское дисконтирование).

Экономический смысл финансовой операции, задаваемой формулой

$$r_t = \frac{FV - PV}{PV}$$

, состоит в определении величины той суммы, которой будет или желает располагать инвестор по окончании этой операции. На практике доходность является величиной непостоянной, зависящей главным образом от степени риска, ассоциируемого с данным видом бизнеса, в который сделано инвестирование капитала. Связь здесь прямо пропорциональная – чем рискованнее бизнес, тем выше значение доходности. Наименее рискованны вложения в государственные ценные бумаги или в государственный банк, однако доходность операции в этом случае относительно невысока. Величина  $FV$  показывает как бы будущую стоимость «сегодняшней» величины  $PV$  при заданном уровне доходности. Экономический смысл дисконтирования заключается во временном упорядочении денежных потоков различных временных периодов. Коэффициент дисконтирования показывает, какой ежегодный процент возврата хочет (или может) иметь инвестор на инвестируемый им капитал. В этом случае искомая величина  $PV$  показывает как бы текущую, «сегодняшнюю» стоимость будущей величины  $FV$ .

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.