

Т. В. Теплова

ИНВЕСТИЦИИ

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРОВ

*Рекомендовано УМО в области экономики и менеджмента в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений, обучающихся
по направлению 080100 «Экономика»*

УДК 33
ББК 65.26я73
ТЗ4

Автор:

Теплова Тамара Викторовна — доктор экономических наук, профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Теплова, Т. В.
ТЗ4 Инвестиции : учебник для бакалавров / Т. В. Теплова. — М. : Издательство Юрайт, 2013. — 724 с. — Серия : Бакалавр. Углубленный курс.

ISBN 978-5-9916-2640-8

В учебнике излагаются ключевые положения, традиционно относимые к анализу инвестиционных рынков, ранжированию инвестиционных активов по инвестиционной привлекательности и принятию инвестиционных решений. Особое внимание отводится разработке моделей и методов поиска инвестиционно привлекательных направлений инвестирования в рамках фундаментального анализа с позиции как частного портфельного инвестора, так и других участников инвестиционного рынка, а также анализу финансовых активов как наиболее ликвидных активов инвестиционного рынка. Показаны особенности анализа альтернативных инвестиций и возможности оценки контроля над функционирующим бизнесом.

Традиционные темы инвестиционной аналитики изложены с учетом проблем функционирования развивающихся рынков капитала и необходимости внесения корректировок в разработанные для развитых рынков теории, модели и алгоритмы принятия решений. Учебник включает познавательные исторические справки, обширную библиографию по темам, новые приемы проведения инвестиционного анализа, появившиеся в начале XXI в.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

Для студентов, обучающихся в вузах по экономическим специальностям, и специалистов, работающих на инвестиционном рынке.

УДК 33
ББК 65.26я73

ISBN 978-5-9916-2640-8

© Теплова Т. В., 2011

© ООО «Издательство Юрайт», 2013

**Раздел I. ОСОБЕННОСТИ АНАЛИЗА ИНВЕСТИРОВАНИЯ
В РАЗЛИЧНЫЕ АКТИВЫ РЫНКА**

**Глава 1. Инвесторы и инвестиционная привлекательность
объектов инвестирования..... 15**

- 1.1. Инвестиционные решения и инвестиционная деятельность
на развитых и развивающихся инвестиционных рынках 16
- 1.2. Классы инвесторов..... 24
- 1.3. Три группы инвестиционных активов и их инвестиционная
привлекательность..... 30
- Контрольные вопросы* 44

**Глава 2. Инвестиционная среда и роль государства в активизации
инвестиционной деятельности 46**

- 2.1. Инвестиционная среда и инвестиционный климат 47
- 2.2. Роль государства в активизации инвестиционной
деятельности 50
- 2.3. Инвестиционная среда в Российской Федерации..... 58
- Контрольные вопросы* 67

**Глава 3. Роль аналитиков на инвестиционных рынках и методы
прогнозирования 68**

- 3.1. Специфика аналитического покрытия
инвестиционных активов 69
- 3.2. Конфликты интересов и качество прогнозов 75
- 3.3. Методы прогнозирования результатов инвестирования 81
- Контрольные вопросы* 85

**Глава 4. Метрики эффективности инвестиционных решений
и инвестиционные стратегии..... 87**

- 4.1. Относительные финансовые результаты разных направлений
инвестирования: традиционный расчет 88
- 4.2. Текущие выгоды владения бизнесом..... 95
- 4.3. Новые метрики финансовых результатов инвестирования
(отход от учетных стандартов) 98
- 4.4. Метрики эффективности с учетом риска инвестирования
и стратегии инвесторов 104
- 4.5. Показатели *EVA*, *EVATM* и диагностика инвестиционной
привлекательности компаний..... 107

4.6. Показатель внутренней нормы доходности компании на основе потока денежных средств (<i>CFROI</i>)	110
4.7. Показатель скорректированной на риск отдачи по капиталу (<i>RAROC</i>).....	115
<i>Контрольные вопросы</i>	117
Глава 5. Анализ риска инвестирования.....	118
5.1. Ситуация риска в инвестиционной аналитике и традиционные показатели измерения риска инвестиционного актива	120
5.2. Процедуры агрегирования в инвестиционной аналитике	128
5.3. Безрисковый актив в инвестиционной аналитике	130
5.4. Возможности снижения риска через диверсификацию капитала и портфельные меры риска инвестиционных активов	131
5.5. Портфельные меры риска.....	134
5.6. Классические показатели риска для инвестиционных портфелей ...	135
<i>Контрольные вопросы</i>	139
Глава 6. Влияние поведения инвесторов, инфраструктуры рынков на аномалии в ценообразовании активов	140
6.1. Классическое понимание поведения инвестора.....	141
6.2. Сила информации и формирование цен на инвестиционные активы: от гипотезы эффективности рынков к теории адаптивных ожиданий	143
6.3. Удобные аналитические гипотезы поведения рынков в ситуации неопределенности.....	151
6.4. Теория рыночной микроструктуры	153
6.5. Фондовый рынок и нефинансовые инвестиции.....	157
6.6. Влияние психологии на инвестиционное поведение	165
6.7. Причины возникновения пузырей на инвестиционных рынках....	173
6.8. Концепция множественного равновесия	182
<i>Контрольные вопросы</i>	184
<i>Задачи и кейсы к разделу I</i>	185
 Раздел II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ПРЕИМУЩЕСТВА ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА	
Глава 7. Конкуренция между фундаментальным и техническим анализом за интерес аналитиков и инвесторов	195
7.1. Технический анализ.....	200
7.2. Фундаментальный анализ и терминология концепции справедливой стоимости активов.....	201

7.3. Многообразие цен при рассмотрении компании как инвестиционного объекта.....	205
<i>Контрольные вопросы</i>	209
Глава 8. Два традиционных направления в фундаментальном анализе. Нисходящий каскад прогнозов. Макроиндикаторы	211
8.1. Подход к обоснованию инвестиционной идеи «сверху-вниз»	213
8.2. Направление обоснования инвестиционной идеи «снизу-вверх»	215
8.3. Влияние макроэкономических факторов на инвестиционные настроения и рыночную стоимость инвестиционных активов. Макроэкономические индикаторы	217
8.4. Анализ делового цикла.....	228
8.5. Моделирование влияния макроэкономических факторов на цены акций и фондовые индексы.....	232
8.6. Развитие моделей влияния макроиндикаторов на фондовый рынок: модель «сюрпризов»	234
8.7. Инфляция как монетарный макроэкономический фактор в фундаментальном анализе.....	238
<i>Контрольные вопросы</i>	241
Глава 9. Комбинация региональной и отраслевой диверсификации при обосновании инвестиционной стратегии	243
9.1. Новый (отраслевой) подход в рамках фундаментального анализа	244
9.2. Деловой цикл и инвестиционные стратегии.....	246
9.3. Гипотеза перетекания. Различная отраслевая реакция на инфляцию.....	250
9.4. Другие отраслевые характеристики для прогноза поведения денежных выгод инвестирования.....	252
9.5. Жизненный цикл отрасли.....	254
9.6. Шесть инвестиционных групп Питера Линча в рамках отраслевого анализа	260
<i>Контрольные вопросы</i>	261
Глава 10. Фундаментальный анализ на уровне фирмы.....	263
10.1. Финансовые и нефинансовые показатели компаний для ранжирования по инвестиционной привлекательности	265
10.2. Анализ проекции жизнеспособности компании	270
10.3. Метрики текущей эффективности.....	272
10.4. Система показателей роста.....	280

10.5. Значимость анализа кризисов менеджмента, качества корпоративного управления и социального капитала в проведении фундаментального анализа на уровне фирмы.....	286
10.6. Значимость анализа ожиданий инвесторов и их удовлетворения ...	295
10.7. Учет ликвидности рынка и ликвидности финансовых активов в диагностировании инвестиционной привлекательности	299
<i>Контрольные вопросы</i>	305
<i>Заключительные замечания по разделу II</i>	306
<i>Задачи к разделу II</i>	308
 Раздел III. КОНСТРУКЦИЯ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ВЫГОД В ОЦЕНКЕ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ	
 Глава 11. Правила применения конструкции дисконтирования ожидаемых выгод типичного инвестора.....	
11.1. Справедливая стоимость как один из видов возможных оценок активов	316
11.2. Временная структура процентных ставок и конструкция дисконтирования будущих выгод инвестирования	319
11.3. Методы встраивания факторов риска в конструкцию дисконтирования ожидаемых выгод	323
11.4. Модель дисконтирования дивидендов (<i>DDM</i>).....	326
11.5. Формула оценки при отсутствии роста и концепция анализа роста компании	328
11.6. Модификации базовой формулы дисконтирования выгод	329
<i>Контрольные вопросы</i>	332
 Глава 12. Капитализация прибыли как простейший вариант реализации конструкции дисконтирования выгод	
12.1. Общие принципы реализации метода капитализации прибыли.....	334
12.2. Расчет ставки капитализации.....	336
<i>Контрольные вопросы</i>	338
 Глава 13. Классическая <i>DCF</i>-модель и ее модификации	
13.1. Компании, подпадающие под анализ в рамках классической <i>DCF</i> -модели	340
13.2. Показатель свободного денежного потока (<i>FCF</i>).....	341
13.3. Прогнозирование свободного денежного потока	347
13.4. Целесообразность использования модели остаточного денежного потока (<i>FCFE</i>)	350
13.5. Двухстадийная конструкция классической <i>DCF</i> -модели.....	353

13.6. Модификации классической <i>DCF</i> -модели.....	358
<i>Контрольные вопросы</i>	359
Глава 14. Моделирование выгод финансовых решений.....	360
14.1. Оптимальный финансовый рычаг и конструкция скорректированной приведенной стоимости.....	361
14.2. Модификация оригинальной модели Майерса.....	365
<i>Контрольные вопросы</i>	368
<i>Задачи к разделу III</i>	369
Раздел IV. МОДЕЛИРОВАНИЕ БАРЬЕРНОЙ СТАВКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ	
Глава 15. Моделирование ожиданий инвесторов и ценообразование финансовых активов.....	381
15.1. Концепция «риск-доходность» на финансовом рынке.....	382
15.2. Ценообразование финансовых активов: принципы моделирования.....	386
<i>Контрольные вопросы</i>	391
Глава 16. Классическая конструкция <i>SAPM</i> и обоснование общерыночных параметров инвестирования.....	393
16.1. Предпосылки <i>SAPM</i> и подходы к формированию общерыночных параметров риска и доходности.....	394
16.2. Моделирование рыночной премии за риск (<i>MRP</i>): от наблюдаемых значений к вмененным оценкам.....	401
<i>Контрольные вопросы</i>	408
Глава 17. Бета-коэффициент как мера систематического риска	410
17.1. Расчет бета-коэффициента регрессионным методом и претензии аналитиков к принципам и результатам расчетов.....	411
17.2. От индивидуального бета-коэффициента к среднерыночному....	414
17.3. Отраслевой бета-коэффициент как устойчивая мера риска.....	416
17.4. Лаггированный бета-коэффициент и модификация <i>SAPM</i>	418
17.5. Фундаментальные характеристики бета-коэффициента и учетные показатели в моделировании доходности.....	419
<i>Контрольные вопросы</i>	428
Глава 18. Развитие конструкции <i>SAPM</i>: переход к многофактор- ности и учет одностороннего риска (<i>downside SAPM</i>).....	430
18.1. Модификация <i>SAPM</i> на недиверсифицированную позицию инвестора.....	431

18.2. Модификация конструкции <i>САРМ</i> : эффект размера.....	433
18.3. Арбитражная теория Росса и модель Росса и Ролла.....	434
18.4. Трехфакторная модель Фама — Френча и другие известные многофакторные модели.....	438
18.5. Конструкция одностороннего риска и односторонний бета- коэффициент.....	440
<i>Контрольные вопросы</i>	447
Глава 19. Модификации портфельных моделей для развивающихся рынков капитала	448
19.1. Эмпирические исследования концепции «риск-доходность» и «качества <i>САРМ</i> » на развивающихся рынках	449
19.2. Ключевой фактор инвестиционного риска развивающихся рынков капитала — политический риск (модель <i>ЕНВ</i>)	454
19.3. От глобальной <i>САРМ</i> к гибридным конструкциям	455
<i>Контрольные вопросы</i>	470
Глава 20. Кумулятивный подход к моделированию барьерной ставки инвестирования	472
20.1. Принципы и основные методы кумулятивного построения	473
20.2. Требуемая доходность заимствования как база для прогнозирования ставок собственного капитала.....	476
20.3. Типичные ошибки в оценке требуемой доходности по инструментам с фиксированной текущей отдачей.....	485
20.4. Правила расчета требуемой доходности по финансовым активам заемного капитала.....	488
<i>Контрольные вопросы</i>	491
Глава 21. Конструкция <i>WACC</i> в инвестиционной аналитике	492
<i>Контрольные вопросы</i>	503
<i>Задачи и ситуации к разделу IV</i>	504
<i>Приложение</i>	509
Раздел V. ПОИСК НЕДООЦЕНЕННЫХ АКТИВОВ И РЫНКОВ ЧЕРЕЗ СОПОСТАВИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ	
Глава 22. Особенность сравнительного анализа активов. Мультипликатор <i>P/E</i>	513
22.1. Целесообразность проведения сравнительного анализа.....	514
22.2. Диагностирование «победителей рынка» по мультипликатору <i>P/E</i>	517
22.3. <i>P/E</i> и будущие денежные выгоды (связь доходного и сравнительного анализа).....	519

22.4. Мультипликатор P/E и финансовый рычаг: ловушка для аналитика	521
22.5. Мультипликатор P/E и рост бизнеса: от чего нельзя абстрагироваться	521
22.6. Инвестиционные решения по мультипликатору P/E	525
22.7. «Нормальный» уровень мультипликатора P/E : методы обоснования	528
<i>Контрольные вопросы</i>	531
Глава 23. Фундаментальные характеристики популярных мультипликаторов и их эмпирические оценки	533
23.1. «Кратное выручки»	534
23.2. Популярные денежные мультипликаторы	537
23.3. Неденежные мультипликаторы	538
23.4. «Кратное балансовой оценки активов»	540
23.5. Эмпирические значения мультипликаторов. Пренебрежение здравым смыслом ради легкости расчета справедливой стоимости	543
<i>Контрольные вопросы</i>	545
Глава 24. Специфика применения мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала	546
24.1. Требования к выбору компании-аналога	547
24.2. Алгоритм обоснования вида мультипликатора и метода расчета количественного значения	549
24.3. Техники коррекции мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала	551
<i>Контрольные вопросы</i>	555
Глава 25. Популярные модели отбора инвестиционно привлекательных компаний на базе мультипликаторов	557
25.1. Модель инвестирования с низким P/E Грехэма и инвестирование в акции роста	558
25.2. Модель отбора акций с опережающим темпом роста Леви: учет инерции роста	559
25.3. Отбор недооцененных компаний по методу Грехэма — Ри	559
25.4. Акции стоимости и стратегия «собак Доу»	561
25.5. Инвестиционные стратегии на первичных публичных размещениях акций (<i>IPO</i>)	564
<i>Контрольные вопросы</i>	566
<i>Задачи к разделу V</i>	569

Раздел VI. АНАЛИТИКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В СОЗДАНИЕ РЕАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Глава 26. Качественный анализ направлений инвестирования.....	579
26.1. Инвестиционные решения компаний и инвестиционная стратегия, проектная реализация инвестиционной аналитики.....	581
26.2. Проблема отхода от оптимальной инвестиционной политики из-за агентских конфликтов.....	586
26.3. От бизнес-идеи к инвестиционному решению (проекту) и формированию бизнес-плана.....	589
26.4. Анализ сбалансированности направлений инвестирования.....	593
26.5. Фазы реализации инвестиционного проекта и виды аналитической работы.....	597
<i>Контрольные вопросы</i>	599
Глава 27. Финансовая модель инвестирования в создание реальных активов и покупку контроля	600
27.1. Присвоение категорий рассматриваемым инвестиционным предложениям	602
27.2. Общая архитектура финансовой модели инвестиционного проекта	603
27.3. Три проекции инвестиционной привлекательности роста реальных активов	612
27.4. Финансовая модель покупки контроля и оценка эффективности поглощений	614
<i>Контрольные вопросы</i>	622
Глава 28. Критерии оценки экономической эффективности инвестиций в реальные активы	623
28.1. Период (срок) окупаемости	625
28.2. Учетная (средняя) доходность инвестиций (<i>ARR</i>).....	627
28.3. Метод чистой приведенной стоимости (<i>NPV</i>).....	629
28.4. Метод <i>NPV</i> и экономический срок жизни проекта	631
28.5. Принятие решений по методу <i>NPV</i> по конкурирующим бизнес-моделям в рамках одной инвестиционной идеи	632
28.6. Метод внутренней ставки (нормы) доходности (<i>IRR</i>).....	634
28.7. Модифицированная внутренняя норма доходности.....	640
28.8. Метод индекса рентабельности.....	643
<i>Контрольные вопросы</i>	644

Глава 29. Анализ устойчивости оценок экономической эффективности.....	646
29.1. Неопределенность внешней среды, факторы риска и выбор метода анализа инвестиционных решений	647
29.2. Анализ устойчивости оценки эффективности инвестирования: чувствительность к внешним факторам	650
29.3. Имитационное моделирование	656
<i>Контрольные вопросы</i>	661
<i>Задачи к разделу VI</i>	661
 Раздел VII. ФИНАНСОВЫЕ ОПЦИОНЫ И ЦЕНА УПРАВЛЕНЧЕСКОЙ ГИБКОСТИ (РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ)	
Глава 30. Финансовые опционы.....	677
30.1. Производные финансовые активы и финансовые опционы.....	678
30.2. Моделирование цены колл	681
30.3. Взаимосвязь моделей оценки опционов колл и пут (паритет).....	685
30.4. Классические модели для оценки справедливой цены производных финансовых активов.....	686
<i>Контрольные вопросы</i>	700
Глава 31. Реальные (управленческие) опционы	701
31.1. <i>DCF</i> -конструкция и опционное мышление аналитиков.....	702
31.2. Разнообразие опционов и подходы к их оценке.....	706
31.3. Целесообразность использования опционной методологии оценки в реальном инвестировании	713
<i>Контрольные вопросы</i>	717
<i>Задачи к разделу VII</i>	717

РАЗДЕЛ I

Особенности анализа инвестирования в различные активы рынка

Инвесторы и инвестиционная привлекательность объектов инвестирования

В настоящей главе рассматриваются следующие вопросы:

- что понимается под инвестиционными решениями и кто их принимает;
- какие объекты инвестирования существуют на рынке;
- различаются ли инвесторы по мотивам и методам (техникам) принятия решений;
- в чем особенность развивающихся (формирующихся) финансовых рынков и инвестиционных решений на них;
- как аналитики выявляют недооцененные активы для пассивных инвесторов;
- что показывает маржа безопасности;
- в чем суть работы фондов прямого инвестирования.

Ключевые термины и понятия:

- инвестиции
- инвестиционные решения
- инвестиционная деятельность
- инвестиционный рынок
- анализ инвестиций
- инвестиционный менеджмент
- развивающиеся финансовые рынки (рынки капитала)
- чистые инвестиции, портфельные инвестиции, стратегические инвестиции
- финансовая инженерия

- классы инвесторов
- инвестиционные активы
- фонды прямых инвестиций
- доверительное управление
- маржа безопасности
- распределение инвестиционных активов
- инвестиционная привлекательность
- финансовые инвестиции (облигации, акции)
- интеллектуальные и инновационные инвестиции

1.1. Инвестиционные решения и инвестиционная деятельность на развитых и развивающихся инвестиционных рынках

Инвестиции — текущее вложение разнообразных ресурсов, включая денежные, с целью получения выгод в будущем.

Инвестиционные решения — решения отдельных субъектов рынка по достижению разнообразных целей получения в будущем выгод от приобретения или создания инвестиционных объектов (это могут быть как недвижимость, земля, так и ценные бумаги, валюта, драгоценные металлы и другие активы) через отказ от текущего потребления.

Отказ населения или компаний от текущего потребления связан с вложением не только денег, но и других ресурсов (предпринимательского таланта, материальных ценностей). За инвестиционными решениями всегда стоят процессы целеполагания инвесторов, прогнозирования внешней среды и изменений условий хозяйствования, обоснования возможных выгод, получаемых как непосредственно в денежной форме, так и в ином виде. Так как момент получения выгод от инвестиционных решений часто наступает через длительный период с момента принятия решения и выгоды не гарантированы, то инвестиционные решения всегда сопряжены с выбором времени (горизонтом инвестирования, началом инвестирования) и риском.

Инвесторы — группы физических и юридических лиц, которые вкладывают различные ресурсы, включая деньги, в покупку уже существующих или в создание инвестиционных активов рынка (ценные бумаги, доли в компаниях, недвижимость и т.п.) с целью получения прибыли.

Наиболее значимые группы инвесторов: население (частные инвесторы — физические лица), инвестиционные фонды (например, паевые инвестиционные фонды), негосударственные пенсионные фонды, инве-

стиционные и коммерческие банки, коммерческие нефинансовые организации (фирмы). Различают профессиональных инвесторов, основной деятельностью которых на инвестиционном рынке является создание или покупка-продажа инвестиционных активов, а также непрофессиональных. Главная цель непрофессиональных инвесторов — сбережение денежных средств.

Многие инвесторы реализуют одновременно несколько инвестиционных решений, что позволяет использовать термины «инвестиционная программа» (для нефинансовых инвесторов и реальных инвестиций) и «инвестиционный портфель» (для финансовых активов).

Инвестиционная деятельность (инвестирование) — совокупность инвестиционных решений по срокам, рискам и объектам инвестирования и практических действий по их реализации.

Управление инвестиционной деятельностью направлено:

- на поиск наилучших для инвестора по соотношению «риск — время (горизонт) — выгоды (прибыль, доход)» объектов инвестирования;
- соблюдение и контроль графика инвестиционных оттоков и времени получения выгод (выхода из инвестиционного решения);
- построение мотивирующих механизмов для инициаторов, координаторов и исполнителей инвестиционных мероприятий.

Анализ инвестиций — процессы поиска и сопоставления альтернатив вложения ресурсов в те или иные инвестиционные объекты и обоснования наилучшей из них с учетом интересов заказчика анализа.

Инвестиционный менеджмент — система методов и инструментов анализа, оценки, сопоставления, отбора, принятия и реализации инвестиционных решений, управления инвестиционными портфелями и инвестиционными программами.

Инвестиционный рынок объединяет инвесторов, вкладывающих собственные и заемные деньги в покупку или создание инвестиционных активов, предпринимателей (носителей бизнес-идей и их реализаторов) и три крупных рынка объектов инвестирования:

- 1) объектов реального инвестирования (недвижимости, драгоценных металлов и художественных ценностей, прямых капитальных вложений в создание реальных активов);
- 2) объектов финансового инвестирования (ценных бумаг и инструментов денежного рынка, включая валютные инструменты);
- 3) объектов инновационных инвестиций.

В зависимости от целей анализа инвестиционных решений используются различные классификационные признаки элементов инвестиционного рынка (табл. 1.1).

Таблица 1.1

Классификация инвестиционных решений по элементам инвестиционного рынка

Элементы	Инвестиционные решения
По объекту вложения ресурсов	Материальные (реальные), финансовые, интеллектуальные
По времени инвестирования	Кратко- (до года), средне- (3—5 лет) и долгосрочные (более 5 лет)
По риску	Высокорискованные (агрессивные), венчурные, среднерискованные, гарантированные (защитные)
По наличию контроля	Прямые и портфельные (миноритарные) Стратегические и финансовые
По целевой направленности	Спекулятивные и создающие стоимость
По страновой принадлежности инвесторов	Внешние (иностранные) и внутренние

Прямые инвестиции — приобретение инвесторами долей или пакетов акций компаний в размере более 10%.

Прямые инвестиции позволяют инвесторам претендовать на получение контроля и непосредственное участие в принятии управленческих решений. В зависимости от институциональных страновых особенностей доля прямого инвестирования может быть увеличена по сравнению с 10% (например, не менее 25% собственности, формирующей блокирующий пакет). Вложения в меньшие доли собственности, а также инвестиции в долговые обязательства (облигации, векселя) трактуются как **портфельные (миноритарные) инвестиции**.

Схожее деление, базирующееся на интересах контроля за деятельностью компании, формирует понятия стратегических и финансовых инвесторов.

Стратегические инвесторы заинтересованы в участии в управлении, так как объединение активов и операций позволяет им получить в долгосрочной перспективе дополнительные выгоды (нарастить стоимость вложенного капитала). **Финансовыми инвесторами** называют тех инвесторов, которые ориентируются исключительно на показатели риска и доходности, характеризующие данный инвестиционный объект, и не рассчитывают на возможность получения больших выгод через участие в управлении.

Денежное обеспечение инвестиционных решений реализуется через финансовый рынок, который позволяет найти точки совпадения интересов кредиторов и заемщиков. При этом в финансовом рынке принято выделять денежный рынок (как рынок краткосрочных инструментов заимствования) и рынок капитала (как относительно долгосрочный).

Под **чистыми инвестициями** понимаются вложения ресурсов в создание новых реальных активов. Еще один часто используемый термин для чистых инвестиций — капиталообразование.

При таком выделении финансовые инвестиции (*investments*) трактуются как перераспределение капитала, когда инвестиции у одних участников рынка приводят к дезинвестициям у других¹.

Финансовые инвестиции обладают следующими особенностями: фиксируют права на реальные активы или на доход от них; обращаются на рынке (ликвидны); допускают диверсификацию риска; разделяют управление и владение реальными активами.

Финансовая инженерия — создание новых финансовых активов («распаковка» и «расщепление» активов).

Примерами финансовой инженерии являются стрипы (бескупонные облигации) и процентные структурированные ипотечные облигации.

Количественно инвестиционная активность в стране часто фиксируется по норме накопления — отношению валовых инвестиций к ВВП, а также по отношению инвестиций отдельных направлений (материальные, финансовые, инновационные) к ВВП. Часто также используется показатель доли иностранных инвестиций в ВВП². Второй показатель диагностики инвестиционной активности — годовой темп роста инвестиций.

Разделение ВВП Российской Федерации на потребляемую и накапливаемую части по годам приведено на рис. 1.1.

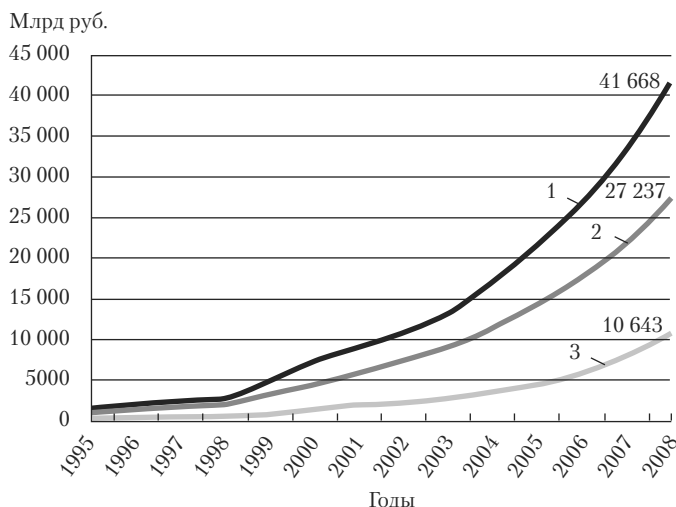


Рис. 1.1. Номинальный объем использованного ВВП Российской Федерации (в текущих ценах):

1 — ВВП; 2 — накопление; 3 — потребление³

¹ Типичные примеры — инвестирование в землю, драгоценные металлы, акции и другие финансовые инструменты.

² По Российской Федерации доля иностранных инвестиций не превышает 1% ВВП. По Центральной и Восточной Европе этот показатель находится в диапазоне 4–5%.

³ Источник: Федеральная служба государственной статистики, «Основные показатели системы национальных счетов» // www.gks.ru/bgd/free/b01_19/IssWWW.exe/Stg/d000/i000331r.htm.

Рисунок 1.1 отражает динамику потребления (расходов на конечное потребление) и валового накопления в течение 14 лет по российскому рынку. Минимальные значения накоплений наблюдались в кризисные для России 1998–1999 гг.

В 2007 г. общая сумма накопленных инвестиций в мире превысила 15 трлн долл. США и составила 27,88% мирового ВВП, при этом на долю США, Великобритании и Японии приходилось около 50% общей суммы иностранных инвестиций¹.

За пятилетний период (с 2002 по 2007 г.) приток прямых иностранных инвестиций вырос в 2,82 раза, накопленные инвестиции увеличились в 2,14 раза, что сопровождалось ростом мирового ВВП в 1,69 раза, инвестиций в основной капитал — в 1,92 раза (табл. 1.2).

Таблица 1.2

**Мировое производство и прямые иностранные инвестиции
(в текущих ценах), трлн долл.**

Показатели	Годы						
	1990	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Величина мирового ВВП	22,163	32,227	36,327	40,960	44,486	48,925	54,568
Инвестиции в основной капитал	5,102	6,422	7,833	8,700	9,115	10,922	12,356
Прямые иностранные инвестиции (ПИИ)	0,207	0,651	0,633	0,711	0,946	1,411	1,833
Сумма накопленных ПИИ	1,941	7,123	7,987	9,545	10,048	12,470	15,211
Трансграничные поглощения (M&A)	0,200	0,370	0,297	0,381	0,880	1,118	1,637

Количественные данные о ПИИ в Российской Федерации могут различаться по источникам данных (например, по данным Росстата и ЦБ РФ). Так, практика расчета ЦБ РФ исходит из того, что реинвестированная в Российскую Федерацию прибыль иностранных компаний трактуется как прямые иностранные инвестиции, которые суммируются с чистыми поступлениями. Росстат учитывает реинвестированную прибыль как внутренние инвестиции.

Инертность в инвестиционном поведении — мнение профессора экономики Йельского университета Роберта Шиллера².

Известный экономист Фрэнк Рамсей еще в 1928 г. отмечал, что людям свойственна «слабость воображения» в отношении будущего — они плохо представляют себе, как их нынешние действия сказываются на их собственной дальнейшей жизни. Ф. Рамсей считал, что, если бы люди давали себе труд задуматься об

¹ UNCTAD, World Investment Report, 2008.

² Шиллер Р. Как не забыть о будущем // Ведомости. 2008. № 10 (2032). Р. Шиллер — автор книг «Иррациональное изобилие» и «Новый экономический порядок».

этом, они откладывали бы до половины своего дохода. В этом случае они гораздо лучше чувствовали бы себя в поздние годы. Но они не задумываются. В 1980 г. этот же тезис выдвинул и Ричард Тейлер, говоря об «эффекте собственника» (*endowment effect*). Люди могут восхищаться тем, что видят у других, но действуют так, как будто они вполне довольны тем, что у них уже есть. Им не хватает воли, чтобы задуматься о реальных изменениях.

Важнейший аргумент против обязательных программ накопления состоит в том, что разные люди оказываются в совершенно различных обстоятельствах. Одни любят свою работу и вообще не хотят уходить на пенсию; для них накопления менее важны. Другие предпочитают потратиться на образование, медицину или другие неотложные для них цели сейчас, чтобы заняться сбережениями позже. Фундаментальная проблема состоит в том, что если одни откладывают экономии по разумным причинам и способны возобновить процесс накопления сбережений позже, то другие отказываются заботиться о будущем без всяких веских причин и вряд ли наверстают упущенное позднее.

Одна из крупнейших проблем, с которыми сталкиваются правительства, — это апатия граждан в отношении сбережений на будущее. Внимательные политики признают, что проблема есть и ее нельзя игнорировать. Сложность в том, что решения этой проблемы с трудом вписываются в традиционно либеральную или традиционно консервативную политическую философию.

С 1955 г. власти Сингапура выбрали максимально прямолинейный подход к решению этой задачи: ввели обязательную норму накоплений для своих граждан. Для людей с доходами в верхней части шкалы размер взноса в Центральный фонд сбережений (Central Provident Fund) в настоящее время составляет 34,5%. В США, конечно, нет принудительной экономии, но и нормы сбережений крайне низкие — фактически отрицательные. Никакие принудительные формы накоплений не рассматриваются. Вместо этого правительство предпринимает попытки преодолеть инертность, которая мешает серьезному отношению к сбережениям.

Закон США о пенсионной защите от 2006 г. стимулирует работодателей автоматически включать служащих в программу личных сбережений на старость. В отличие от сингапурской схемы здесь нет обязательности: вычеты в пользу фонда делаются по умолчанию, но сотрудник в любой момент может отказаться от участия в программе по собственному желанию. На таких же принципах основаны недавно введенная в Новой Зеландии программа KiwiSaver и закон о пенсиях Великобритании от 2007 г.: автоматическое вовлечение служащих в программу при сохранении возможности выхода в любой момент.

По данным Бриджитт Мадриан из Гарвардского университета, автоматическое включение в программу сбережений является критически важным, даже если служащему предоставляется свобода выхода. Практика доказывает, что если работодатель не записывает в программу всех по умолчанию, а просто предлагает служащим добровольно в нее включиться, то участников бывает гораздо меньше — даже если компания обещает сама отчислять на счет каждого сберегателя сумму, эквивалентную его вкладу.

Но если работодатели зачислят своих служащих в программу автоматически, сообщив всем, что любой сотрудник сможет отказаться от выплат в любое время, просто уведомив об этом работодателя, то преобладающее большинство служащих просто смиряется. Более того, какой бы размер вклада ни выбрал работодатель, служащий обычно пассивно принимает его.

Исследование Б. Мадриан и ее коллег предполагает, что новые планы пенсионного обеспечения улучшат уровень сбережений в тех странах, которые их

введут. Возможно, принудительные накопления позволили бы им сделать еще больший рывок вперед, но принуждение — особая история.

Государственная программа сбережений, основанная на автоматическом, но не принудительном зачислении, может хотя бы отчасти решить проблему человеческой инертности. Зачисление по умолчанию создает приемлемый для среднего человека план накоплений. Те, кто не задумывается о будущем и недостаточно активен, просто останутся в программе, а те, кто сознательно не желает в ней участвовать, всегда могут выйти из нее, написав заявление.

Это не самое совершенное решение проблемы инертности, но оно есть, и оно лучше прямого принуждения. Остается надеяться, что в будущем такие программы распространятся более широко.

В зависимости от объема инвестиционных активов и уровня конкуренции между инвесторами, которые зависят от числа участников и закономерностей образования цен (процентных ставок для финансовых рынков), степени и качества регулирования со стороны государства и саморегулируемых организаций (например, запрещение использования инсайдерской информации), уровня защиты инвесторов, срока жизни обрабатываемых активов принято различать развитые рынки (*developed markets*) и развивающиеся или формирующиеся (*emerging market*). Первоначально термин «развивающиеся рынки» имел отношение исключительно к фондовому рынку (рынку капитала), но затем был перенесен и на другие рынки объектов инвестирования, так как они обладают схожими чертами по объему, ликвидности, защите инвесторов.

Исторический экскурс

Термин «развивающиеся рынки» был введен в оборот экспертами Международной финансовой корпорации (МФК) группы МБРР в середине 1980-х гг., когда разрабатывалась концепция развития рынков капитала в наименее развитых регионах мира¹. На сегодняшний день насчитывается порядка 80 развивающихся рынков, капитализация которых не превышает 10% мирового уровня. В силу быстрого роста развивающихся рынков в последнее время критерием отнесения к развивающимся фондовым рынкам стал месячный объем биржевых торгов не менее 2 млрд долл. и число зарегистрированных компаний не менее 100. Большинство инвесторов ориентируются на индекс МФК, содержащий наиболее полный перечень развивающихся рынков. Россия только осенью 1996 г. была включена МФК в список развивающихся рынков капитала.

Особенность развивающихся рынков — наличие специфических устойчивых признаков, которые связаны как с коротким периодом функционирования (например, в странах с переходной экономикой Восточной Европы и стран бывшего Советского Союза), так и с наличием признаков низкого уровня развития (малый объем рынка, низкая ликвидность), что характерно для стран Африки, Азии, Латинской Америки. В большинстве случаев цены на финансовые активы развивающихся

¹ <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0, menuPK:476823~pagePK:64165236~piPK:64165141~theSitePK:469372,00.htm>.

ся рынков формируются на глобальных финансовых биржах (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт) в форме депозитарных расписок (ADR, GDR) и еврооблигаций.

Развивающиеся инвестиционные рынки (*emerging market*) — относительно небольшие рынки по сравнению с рынками развитых индустриальных стран, отличающиеся ограниченным внутренним спросом на узкий круг реальных и финансовых активов, практическим отсутствием инвестиций в интеллектуальный капитал, низкой ликвидностью, неразвитой информационной инфраструктурой и слабой (неодинаковой) защитой участников (включая инвесторов).

Для развивающихся рынков характерна высокая доля иностранного спекулятивного капитала, что порождает высокую волатильность на различных сегментах рынка (например, на фондовом рынке) и частые атаки на местную (локальную) валюту. Общими негативными чертами для развивающихся рынков являются:

- 1) ограничения на движение капитала (включая запрет на вхождение в определенные сектора экономики и сферы деятельности);
- 2) высокие налоги на прибыли иностранных компаний;
- 3) слабость рыночной инфраструктуры;
- 4) политическая нестабильность, коррупция, слабая защита инвесторов.

На развивающихся рынках внешние источники финансирования инвестиций доминируют над внутренними (прибылью). Например, доля внешних инвестиций в капиталовложениях Индии составляет более 60%, в Южной Корее — около 80%. Такая структура источников финансирования делает ее уязвимой по отношению к подверженным изменениям конъюнктуре долгового рынка и системным рискам.

Аналитики выделяют несколько групп развивающихся рынков. Первую группу формируют азиатские рынки (Южной и Юго-Восточной Азии). Они имеют наибольший удельный вес в рейтинге МФК. На большинстве этих рынков имеются достаточно развитая инфраструктура, хорошая защита инвесторов и лояльность государств.

Второе место (в частности, по уровню емкости (капитализации) фондового рынка) среди развивающихся рынков занимают рынки Латинской Америки. Географически эти рынки простираются от Мексики до мыса Горн.

Третью группу развивающихся рынков составляют страны Центральной и Восточной Европы (включая российский инвестиционный рынок) и Средиземноморского бассейна (Израиль, Турция, Египет, Ливан, Иордания). Наиболее развитые и самые емкие из этих рынков — Португалия и Греция. Они значительно превосходят восточноевропейские рынки.

К четвертой группе развивающихся рынков относят рынки африканских стран (Египет, Тунис и др.). Они представляют собой небольшие

рынки с низким уровнем капитализации и высокой волатильностью. Исключение составляет рынок ЮАР, капитализация которого сопоставима с капитализацией всех развивающихся рынков Европы.

1.2. Классы инвесторов

Существенную роль при обосновании целесообразности или необходимости инвестирования играют цели, которые ставят перед собой инвесторы. На основе устанавливаемых целей и условий, складывающихся на инвестиционном рынке, инвесторы оценивают инвестиционную привлекательность.

Инвесторы на рынке неоднородны. Целесообразно выделить четыре больших класса: нефинансовые компании рынка (занимающиеся производством, торговлей, строительством и т.п.), государство и суверенные фонды, профессиональные инвесторы (участники финансового рынка), частные инвесторы (население).

Первый класс — нефинансовые компании (промышленные, торговые, строительные и др.), которые не могут рассматриваться как профессиональные игроки финансового рынка. Их доходы порождаются выручкой от реализации продукции и услуг, расходы связаны с приобретением сырья, комплектующих, оплатой труда, а инвестиционные решения — с созданием новых или модернизацией существующих активов, что позволяет либо наращивать объемы деятельности и доходы, либо совершенствовать продукты (услуги), либо сокращать расходы и соответственно увеличивать прибыль и денежные потоки от операционной деятельности. Как правило, эти инвесторы ориентированы на первый рынок объектов инвестирования — так называемые **реальные (материальные или капитальные, капиталобразующие) инвестиции**. В значительной степени принятие инвестиционных решений представителей этого класса ориентировано на стратегию развития собственного бизнеса, например роста, который может реализовываться либо через органический рост (капитальные вложения), либо через покупку контроля над другими функционирующими компаниями рынка (например, конкурентами). В большинстве случаев за принятием инвестиционного решения инвесторами первого класса лежит анализ инвестиционного проекта (*investment project*).

Пример планов по реальным инвестициям, связанных с общей стратегией компании Из отчета по III кварталу 2008 г. компании ОАО «Северсталь»¹

Планы будущей деятельности эмитента

Эмитент планирует упрочнять позиции одного из ведущих поставщиков металлопроката на внутреннем рынке.

Тем не менее в связи с текущими изменениями рыночной конъюнктуры производится оптимизация продаж ОАО «Северсталь» для приведения их в соот-

¹ www.severstal.ru.