

Т. В. Теплова

ИНВЕСТИЦИИ

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРОВ

2–е издание, переработанное и дополненное

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

**Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru**

Москва ■ Юрайт ■ 2016

УДК 33
ББК 65.26я73
Т34

Автор:

Теплова Тамара Викторовна — доктор экономических наук, профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций факультета экономики департамента финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», заведующая проектно-учебной лабораторией анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ.

Рецензенты:

Гукова А. В. — доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов и банковской деятельности, директор центра непрерывного образования Волгоградского университета;

Черемных Ю. Н. — доктор экономических наук, профессор экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова.

Теплова, Т. В.

Т34 Инвестиции : учебник для бакалавров / Т. В. Теплова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2016. — 782 с. — Серия : Бакалавр. Углубленный курс.

ISBN 978-5-9916-3309-3

В учебнике излагаются ключевые положения, традиционно относимые к инвестиционному анализу, с позиции различных инвесторов, а также модели и методы, применяемые для анализа отдельных активов (например, акций, проектов создания реальных активов). Введены понятия инвестиционной деятельности, инвестиционных решений, инвестиционной привлекательности активов. Изложены принципы ранжирования активов по инвестиционной привлекательности, показана логика, принципы и практические методы принятия инвестиционных решений. Даны комментарии по популярным инвестиционным стратегиям отбора активов в портфель на базе фундаментального анализа рынков и эмитентов. Особое внимание отводится разработке моделей и методов поиска инвестиционно привлекательных направлений инвестирования в рамках фундаментального анализа с позиции рыночного (частного, портфельного) инвестора. Показаны особенности анализа альтернативных инвестиций и возможности оценки контроля над функционирующим бизнесом.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

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

УДК 33
ББК 65.26я73

ISBN 978-5-9916-3309-3

© Теплова Т. В., 2011
© Теплова Т. В., 2013, с изменениями
© ООО «Издательство Юрайт», 2016

Предисловие	12
-------------------	----

Раздел I

Особенности анализа инвестирования в различные активы рынка

Глава 1. Инвесторы и инвестиционная привлекательность объектов инвестирования.....	19
---	-----------

1.1. Инвестиционные решения и инвестиционная деятельность на развитых и развивающихся инвестиционных рынках.....	20
1.2. Классы инвесторов.....	28
1.3. Три группы инвестиционных активов и их инвестиционная привлекательность.....	35
<i>Контрольные вопросы.....</i>	<i>50</i>

Глава 2. Инвестиционная среда и роль государства в активизации инвестиционной деятельности	51
---	-----------

2.1. Инвестиционная среда и инвестиционный климат.....	52
2.2. Роль государства в активизации инвестиционной деятельности	57
2.3. Инвестиционная среда в Российской Федерации.....	65
<i>Контрольные вопросы.....</i>	<i>73</i>

Глава 3. Роль аналитиков на инвестиционных рынках и применяемые методы прогнозирования	74
---	-----------

3.1. Специфика аналитического покрытия инвестиционных активов....	75
3.2. Конфликты интересов и качество прогнозов	82
3.3. Методы прогнозирования результатов инвестирования	90
<i>Контрольные вопросы.....</i>	<i>94</i>

Глава 4. Метрики эффективности инвестиционных решений и инвестиционные стратегии.....	96
--	-----------

4.1. Относительные финансовые результаты разных направлений инвестирования: традиционный расчет	97
4.2. Текущие выгоды владения бизнесом.....	107
4.3. Новые метрики финансовых результатов инвестирования (отход от учетных стандартов).....	110
4.4. Метрики эффективности с учетом риска инвестирования и стратегии инвесторов	116
4.5. Показатели <i>EVA</i> , <i>EVA</i> [™] и диагностика инвестиционной привлекательности компаний.....	118
4.6. Показатель внутренней нормы доходности компании на основе потока денежных средств (<i>CFROI</i>).....	122

4.7. Показатель скорректированной на риск отдачи по капиталу (RAROC).....	127
<i>Контрольные вопросы</i>	129
Глава 5. Анализ риска инвестирования.....	130
5.1. Ситуация риска в инвестиционной аналитике и традиционные показатели измерения риска инвестиционного актива.....	132
5.2. Процедуры агрегирования в инвестиционной аналитике.....	141
5.3. Безрисковый актив в инвестиционной аналитике.....	142
5.4. Возможности снижения риска через диверсификацию капитала и портфельные меры риска инвестиционных активов.....	143
5.5. Портфельные меры риска.....	147
5.6. Классические показатели риска для инвестиционных портфелей...	148
<i>Контрольные вопросы</i>	152
Глава 6. Влияние поведения инвесторов, инфраструктуры рынков на аномалии в ценообразовании активов.....	153
6.1. Классическое понимание поведения инвестора.....	154
6.2. Сила информации и формирование цен на инвестиционные активы: от гипотезы эффективности рынков к теории адаптивных ожиданий.....	156
6.3. Удобные аналитические гипотезы поведения рынков в ситуации неопределенности.....	165
6.4. Теория рыночной микроструктуры.....	166
6.5. Фондовый рынок и нефинансовые инвестиции.....	170
6.6. Влияние психологии на инвестиционное поведение.....	178
6.7. Причины возникновения пузырей на инвестиционных рынках....	186
6.8. Концепция множественного равновесия.....	195
<i>Контрольные вопросы</i>	197
<i>Задачи и кейсы к разделу I</i>	198

Раздел II ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ПРЕИМУЩЕСТВА ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

Глава 7. Конкуренция между фундаментальным и техническим анализом за интерес аналитиков и инвесторов.....	209
7.1. Технический анализ.....	214
7.2. Фундаментальный анализ и терминология концепции справедливой стоимости активов.....	215
7.3. Многообразие цен при рассмотрении компании как инвестиционного объекта.....	219
<i>Контрольные вопросы</i>	223

Глава 8. Два традиционных направления в фундаментальном анализе. Нисходящий каскад прогнозов. Макроиндикаторы	225
8.1. Подход к обоснованию инвестиционной идеи «сверху-вниз»	227
8.2. Направление обоснования инвестиционной идеи «снизу-вверх»	229
8.3. Влияние макроэкономических факторов на инвестиционные настроения и рыночную стоимость инвестиционных активов. Макроэкономические индикаторы	232
8.4. Анализ делового цикла.....	243
8.5. Моделирование влияния макроэкономических факторов на цены акций и фондовые индексы.....	247
8.6. Развитие моделей влияния макроиндикаторов на фондовый рынок: модель «сюрпризов»	249
8.7. Инфляция как монетарный макроэкономический фактор в фундаментальном анализе.....	252
<i>Контрольные вопросы</i>	255
Глава 9. Комбинация региональной и отраслевой диверсификации при обосновании инвестиционной стратегии	257
9.1. Новый (отраслевой) подход в рамках фундаментального анализа	258
9.2. Деловой цикл и инвестиционные стратегии.....	261
9.3. Гипотеза перетекания. Различная отраслевая реакция на инфляцию.....	264
9.4. Другие отраслевые характеристики для прогноза поведения денежных выгод инвестирования.....	267
9.5. Жизненный цикл отрасли.....	268
9.6. Шесть инвестиционных групп Питера Линча в рамках отраслевого анализа	274
<i>Контрольные вопросы</i>	276
Глава 10. Фундаментальный анализ на уровне фирмы.....	277
10.1. Финансовые и нефинансовые показатели компаний для ранжирования их по инвестиционной привлекательности	279
10.2. Анализ проекции жизнеспособности компании (ликвидность и платежеспособность)	284
10.3. Метрики текущей эффективности.....	288
10.4. Система показателей роста.....	296
10.5. Значимость анализа кризисов менеджмента, качества корпоративного управления и социального капитала в проведении фундаментального анализа на уровне фирмы.....	301
10.6. Значимость анализа ожиданий инвесторов и их удовлетворения	310

10.7. Учет бизнес-модели в анализе реакции выручки, затрат и прибыли на внешние изменения.....	315
<i>Контрольные вопросы</i>	316
Глава 11. Понятие ликвидности актива. Сопоставление активов и рынков по ликвидности	317
11.1. Многогранность понятия ликвидность актива (ликвидность актива как отражение качества функционирования рынка).....	319
11.2. Показатели для ранжирования активов (рынков) по ликвидности	324
11.3. Скидки за низкую ликвидность.....	335
<i>Контрольные вопросы</i>	337
<i>Заключительные замечания по разделу II</i>	337
<i>Задачи к разделу II</i>	340
Раздел III	
КОНСТРУКЦИЯ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ВЫГОД В ОЦЕНКЕ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ АКТИВОВ	
Глава 12. Правила применения конструкции дисконтирования ожидаемых выгод типичного инвестора.....	349
12.1. Справедливая стоимость как один из видов возможных оценок активов.....	350
12.2. Временная структура процентных ставок и конструкция дисконтирования будущих выгод инвестирования.....	353
12.3. Методы встраивания факторов риска в конструкцию дисконтирования ожидаемых выгод.....	357
12.4. Модель дисконтирования дивидендов (<i>DDM</i>).....	360
12.5. Формула оценки при отсутствии роста и концепция анализа роста компании	362
12.6. Модификации базовой формулы дисконтирования выгод	364
<i>Контрольные вопросы</i>	366
Глава 13. Капитализация прибыли как простейший вариант реализации конструкции дисконтирования выгод	368
13.1. Общие принципы реализации метода капитализации прибыли.....	369
13.2. Расчет ставки капитализации.....	371
<i>Контрольные вопросы</i>	373
Глава 14. Классическая <i>DCF</i>-модель и ее модификации	374
14.1. Компании, подпадающие под анализ в рамках классической <i>DCF</i> -модели	375
14.2. Показатель свободного денежного потока (<i>FCF</i>).....	376
14.3. Прогнозирование свободного денежного потока	383

14.4. Целесообразность использования модели остаточного денежного потока (<i>FCFE</i>)	385
14.5. Двухстадийная конструкция классической <i>DCF</i> -модели.....	388
14.6. Модификации классической <i>DCF</i> -модели.....	393
<i>Контрольные вопросы</i>	394
Глава 15. Моделирование выгод финансовых решений.....	395
15.1. Оптимальный финансовый рычаг и конструкция скорректированной приведенной стоимости.....	396
15.2. Модификация оригинальной модели Майерса.....	400
<i>Контрольные вопросы</i>	403
<i>Задачи к разделу III</i>	404
 Раздел IV МОДЕЛИРОВАНИЕ БАРЬЕРНОЙ СТАВКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ 	
Глава 16. Моделирование ожиданий инвесторов и ценообразование финансовых активов	415
16.1. Концепция «риск-доходность» на финансовом рынке.....	416
16.2. Ценообразование финансовых активов: принципы моделирования.....	420
<i>Контрольные вопросы</i>	426
Глава 17. Классическая конструкция <i>SAPM</i> и обоснование общерыночных параметров инвестирования.....	427
17.1. Предпосылки <i>SAPM</i> и подходы к формированию общерыночных параметров риска и доходности	428
17.2. Моделирование рыночной премии за риск (<i>MRP</i>): от наблюдаемых значений к вмененным оценкам.....	435
<i>Контрольные вопросы</i>	444
Глава 18. Бета-коэффициент как мера систематического риска	445
18.1. Расчет бета-коэффициента регрессионным методом и претензии аналитиков к принципам и результатам расчетов....	446
18.2. От индивидуального бета-коэффициента к среднерыночному....	450
18.3. Отраслевой бета-коэффициент как устойчивая мера риска.....	451
18.4. Лагированный бета-коэффициент и модификация <i>SAPM</i>	453
18.5. Бета-коэффициент и размер компании.....	455
18.6. Фундаментальные характеристики бета-коэффициента и учетные показатели в моделировании доходности	456
<i>Контрольные вопросы</i>	465

Глава 19. Развитие конструкции <i>SAPM</i>: переход к многофакторности и учет одностороннего риска (<i>downside CAPM</i>) ...	467
19.1. Модификация <i>SAPM</i> на недиверсифицированную позицию инвестора.....	468
19.2. Модификация конструкции <i>SAPM</i> : эффект размера.....	470
19.3. Арбитражная теория Росса и модель Росса и Ролла.....	471
19.4. Трехфакторная модель Фама — Френча и другие многофакторные модели	476
19.5. Конструкция одностороннего риска и односторонний бета-коэффициент в однофакторных и многофакторных моделях	480
<i>Контрольные вопросы</i>	486
Глава 20. Модификации портфельных моделей для развивающихся рынков капитала	487
20.1. Ключевой фактор инвестиционного риска развивающихся рынков капитала — политический риск (модель <i>EHV</i>).....	490
20.2. От глобальной <i>SAPM</i> к международной <i>SAMP (ICAMP)</i> и гибридным конструкциям	491
<i>Контрольные вопросы</i>	506
Глава 21. Кумулятивный подход к моделированию барьерной ставки инвестирования	508
21.1. Принципы и основные методы кумулятивного построения	509
21.2. Требуемая доходность заимствования как база для прогнозирования ставок собственного капитала.....	512
21.3. Типичные ошибки в оценке требуемой доходности по инструментам с фиксированной текущей отдачей.....	521
21.4. Правила расчета требуемой доходности по финансовым активам заемного капитала.....	524
<i>Контрольные вопросы</i>	527
Глава 22. Конструкция <i>WACC</i> в инвестиционной аналитике	528
<i>Контрольные вопросы</i>	540
<i>Задачи и ситуации к разделу IV</i>	540
<i>Приложение</i>	546

Раздел V ПОИСК НЕДООЦЕНЕННЫХ АКТИВОВ И РЫНКОВ ЧЕРЕЗ СОПОСТАВИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Глава 23. Особенность сравнительного анализа активов. Мультипликатор <i>P/E</i>	549
23.1. Целесообразность проведения сравнительного анализа.....	550
23.2. Диагностирование «победителей рынка» по мультипликатору <i>P/E</i>	553

23.3. P/E и будущие денежные выгоды (связь доходного и сравнительного анализа)	556
23.4. Мультипликатор P/E для компаний и финансовый рычаг: ловушка для аналитика.....	557
23.5. Мультипликатор P/E и рост бизнеса: от чего нельзя абстрагироваться.....	558
23.6. Инвестиционные решения по мультипликатору P/E	562
23.7. «Нормальный» уровень мультипликатора P/E по компании: методы обоснования.....	563
23.8. Мультипликаторы для диагностирования переоцененности и недооцененности рынков капитала.....	565
23.9. Метод «возврата к среднему» для диагностирования переоцененности (недооцененности) рынка.....	567
23.10. Моделирование «нормальных уровней» P/E для анализа рынков капитала	570
<i>Контрольные вопросы</i>	574
Глава 24. Фундаментальные характеристики популярных мультипликаторов и их эмпирические оценки	576
24.1. Кратное выручки.....	577
24.2. Популярные денежные мультипликаторы.....	580
24.3. Неденежные мультипликаторы	582
24.4. «Кратное балансовой оценки активов».....	585
24.5. Эмпирические значения мультипликаторов. Пренебрежение здравым смыслом ради легкости расчета справедливой стоимости.....	588
<i>Контрольные вопросы</i>	590
Глава 25. Специфика применения мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала	591
25.1. Требования к выбору компании-аналога.....	592
25.2. Алгоритм обоснования вида мультипликатора и метода расчета количественного значения.....	595
25.3. Техники коррекции мультипликаторов для компаний развивающихся рынков капитала	597
<i>Контрольные вопросы</i>	601
Глава 26. Популярные модели отбора инвестиционно привлекательных компаний на базе мультипликаторов	602
26.1. Модель инвестирования с низким P/E Грэхэма и инвестирование в акции роста.....	603
26.2. Моментум-эффект, модель отбора акций с опережающим темпом роста цены Леви (учет инерции роста) и моментум-стратегии инвестирования	605

26.3. Отбор победителей рынка по методу Грехэма – Ри.....	609
26.4. Календарные аномалии на рынке акций и рекомендации для инвесторов относительно дня (месяца) покупки и продажи	611
26.5. Акции стоимости и стратегия «собак Доу»	615
26.6. Инвестиционные стратегии на первичных публичных размещениях акций (<i>IPO</i>).....	617
<i>Контрольные вопросы</i>	620
<i>Задачи к разделу V</i>	620

Раздел VI АНАЛИТИКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ В СОЗДАНИЕ РЕАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Глава 27. Качественный анализ направлений инвестирования.....	631
27.1. Инвестиционные решения компаний и инвестиционная стратегия, проектная реализация инвестиционной аналитики....	633
27.2. Проблема отхода от оптимальной инвестиционной политики из-за агентских конфликтов.....	638
27.3. От бизнес-идеи к инвестиционному решению (проекту) и формированию бизнес-плана	642
27.4. Анализ сбалансированности направлений инвестирования	645
27.5. Фазы реализации инвестиционного проекта и виды аналитической работы.....	650
<i>Контрольные вопросы</i>	651
Глава 28. Финансовая модель инвестирования в создание реальных активов и покупку контроля и общие принципы оценки эффективности (коммерческая эффективность и эффективность участия)	653
28.1. Присвоение категорий рассматриваемым инвестиционным предложениям	655
28.2. Общая архитектура финансовой модели инвестиционного проекта	657
28.3. Три проекции инвестиционной привлекательности роста реальных активов.....	665
28.4. Финансовая модель покупки контроля и оценка эффективности поглощений	667
<i>Контрольные вопросы</i>	675
Глава 29. Критерии оценки экономической эффективности инвестиций в реальные активы	676
29.1. Период (срок) окупаемости	678
29.2. Учетная (средняя) доходность инвестиций (<i>ARR</i>).....	681
29.3. Метод чистой приведенной стоимости (<i>NPV</i>).....	683

29.4. Метод <i>NPV</i> и экономический срок жизни проекта	684
29.5. Принятие решений по методу <i>NPV</i> по конкурирующим бизнес-моделям в рамках одной инвестиционной идеи.....	685
29.6. Метод внутренней ставки (нормы) доходности (<i>IRR</i>)	687
29.7. Модифицированная внутренняя норма доходности.....	694
29.8. Метод индекса рентабельности.....	696
<i>Контрольные вопросы</i>	698
Глава 30. Анализ устойчивости оценок экономической эффективности.....	699
30.1. Неопределенность внешней среды, факторы риска и выбор метода анализа инвестиционных решений	700
30.2. Анализ устойчивости оценки эффективности инвестирования: чувствительность к внешним факторам	704
30.3. Имитационное моделирование	709
<i>Контрольные вопросы</i>	714
<i>Задачи к разделу VI</i>	714
Раздел VII	
ФИНАНСОВЫЕ ОПЦИОНЫ И ЦЕНА	
УПРАВЛЕНЧЕСКОЙ ГИБКОСТИ (РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ)	
Глава 31. Финансовые опционы.....	729
31.1. Производные финансовые активы и финансовые опционы.....	730
31.2. Моделирование цены колл	733
31.3. Взаимосвязь моделей оценки опционов колл и пут (паритет).....	737
31.4. Классические модели для оценки справедливой цены производных финансовых активов.....	738
<i>Контрольные вопросы</i>	752
Глава 32. Реальные (управленческие) опционы	753
32.1. <i>DCF</i> -конструкция и опционное мышление аналитиков.....	754
32.2. Разнообразие опционов и подходы к их оценке.....	758
32.3. Целесообразность использования опционной методологии оценки в реальном инвестировании.....	765
<i>Контрольные вопросы</i>	769
<i>Задачи к разделу VII</i>	769
<i>Пример варианта вступительного экзамена по дисциплине</i> «Экономика и финансы» (2013 год).....	777
<i>Тесты</i>	777
<i>Задачи</i>	779
Литература	782

Предисловие

Это второе издание учебника, посвященного принятию инвестиционных решений, в котором изложены логика и основные принципы сопоставления активов (финансовых и реальных, в виде инвестиционных проектов расширения масштабов деятельности, создания новых компаний, покупки контроля) по инвестиционной привлекательности. Второе издание учебника соответствует новым требованиям, предъявляемым к подготовке бакалавров по экономике и менеджменту: знание ключевых положений теории, умение работать с интернет-источниками и профессиональными базами данных, навыки самостоятельного принятия решений и обоснования выбора, исследовательская компонента. Учебник выгодно отличается: 1) четкое очерчивание того минимума объема знаний и навыков, которые студент-экономист (специализации «Финансы и кредит», «Финансовый менеджмент», «Инвестиционный анализ») должен получить в вузе; 2) дополнительные материалы, формирующие практические аналитические навыки работы на финансовом и инвестиционном рынке (примеры аналитических расчетов и принятия решений крупными игроками рынка, например фондами прямого инвестирования); 3) направления и примеры проведения самостоятельных исследований по рассматриваемым темам.

Во втором издании обновлены статистические данные, характеризующие глобальный инвестиционный рынок и инвестиционные процессы. Внесены изменения, касающиеся подвижек на инвестиционном рынке после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. Во втором издании расширена исследовательская компонента по темам, посвященным работе аналитиков на финансовых рынках, учета ликвидности активов при сопоставлении их по инвестиционной привлекательности, построению инвестиционных стратегий на аномалиях рынка (показаны направления возможных исследовательских работ). Во второе издание включена новая глава 11, посвященная анализу ликвидности финансовых активов. Показана многогранность этой характеристики рынка актива, пять проекций ее анализа и даны рекомендации по рассмотре-

нию факторов, влияющих на изменение ликвидности с выделением систематической (рыночной) ликвидности актива и специфической ее компоненты. Приведены примеры расчета показателей, позволяющих сопоставлять активы и фондовые рынки по уровню ликвидности по заданной проекции, очерчены направления научных исследований в этой области. Новая глава 26 посвящена построению инвестиционных стратегий на аномалиях рынка (временные аномалии, моментум-эффекты).

Второе издание отличает наличие примеров проведения фундаментального анализа российских акций (*equity research*) аналитиками крупных инвестиционных компаний (ВТБ-капитал, Тройка Диалог (ныне Сбербанк — *CIB*), *UBS*). При изложении сравнительного подхода в фундаментальном анализе добавлен параграф 25.5 по применению мультипликаторов для выявления страновой (рыночной) переоцененности или недооцененности. Внесены изменения в главы, где рассматриваются модели ценообразования финансовых активов (модели *CAPM*, *ICAPM*, *APM*), показаны особенности включения специфических факторов риска для акций развивающихся рынков капитала. Более подробно изложен алгоритм тестирования трехфакторной модели Фама — Френча и четырехфакторной модели Кэрхарта (включая фактор «следования прошлой динамики») в параграфе 19.4. Расширены все параграфы второго издания по набору задач и кейсов.

В результате изучения курса «Инвестиционный анализ» (или ряда курсов бакалаврской подготовки: «Анализ финансовых рынков», «Анализ реальных инвестиций», «Анализ сделок слияний и поглощений») студент должен:

знать

- основные характеристики классов инвестиционных активов (акций, облигаций, недвижимости, проектов создания реальных активов и покупки контроля над действующими коммерческими компаниями), отличие прямых инвестиций от портфельных и стратегических, специфику инвестиций в интеллектуальный капитал;
- концепцию справедливой рыночной стоимости актива как приведенной оценки будущих выгод с учетом риска;
- принципы сопоставления активов по инвестиционной привлекательности; преимущества и недостатки моделей и методов оценки справедливой стоимости актива и чистых выгод инвестирования (модели Гордона, *NPV* и др.);
- концепции стоимости капитала (*cost of capital*) и *WACC* для принятия инвестиционных решений;
- традиционные критерии оценки выгод инвестирования (срок окупаемости, *IRR* и *MIRR*, *NPV*, *PI*);
- смысл расчета финансовых показателей деятельности компаний (по трем проекциям: ликвидности баланса и капитала, доходности

капитала и спреда эффективности, качества роста) и их использование в процессе отбора акций в инвестиционный портфель;

- принципы отбора акций в портфель и выбора вариантов прямого инвестирования по фундаментальным показателям компаний (темпу роста бизнеса, *ROC-WACC*, рентабельности продаж (*PM*));

уметь объяснить

- особенности функционирования развивающихся рынков капитала, отличие развивающихся рынков от развитых, специфику развития российского инвестиционного рынка (стимулы участников, позицию и действия государства по повышению инвестиционной привлекательности);
- механизм снижения риска через диверсификацию капитала;
- проблемы диагностирования кредитного и инвестиционного рисков по данным стандартной финансовой отчетности, принципы построения и специфику использования кредитных рейтингов;
- предпосылки и правила построения моделей дисконтирования денежных выгод (в частности, *DCF*-модель для компании, *DDM*-модель для акций);
- принципы проведения эмпирических исследований по выявлению адекватных моделей и методов для оценки активов по инвестиционной привлекательности с учетом особенностей внешней среды и мотивов инвесторов;
- алгоритм построения исследовательской работы по сопоставлению классов активов (портфелей, проектов) по инвестиционной привлекательности;
- специфику работы инвестиционных и финансовых аналитиков, требования к написанию аналитических отчетов (*equity research*) и разработке финансово-экономической части бизнес-плана;
- возможности построения инвестиционных стратегий на выявлении аномалий рынка капитала (календарных, по фундаментальным факторам, по моментум-эффектам);
- специфику анализа активов инновационной деятельности и компаний с высокой долей интеллектуального капитала;

владеть навыками

- сбора информации (Интернет, специализированные базы данных, консенсус-оценки аналитиков) для диагностирования инвестиционной привлекательности разных классов активов;
- чтения укрупненных форм стандартной финансовой отчетности (финансовые показатели баланса, отчета о доходах, о движении денежных средств) и нахождения в аналитических документах таких показателей, как совокупный инвестированный капитал (*CE*), показатели прибыли: *EBIT*, *EBITDA*, показатели денежных потоков: *OCF*, *FCF*;

- проведения расчетов по оценке абсолютных и относительных выгод прошлого инвестирования на разных временных отрезках (например, расчет показателей доходности по прошлым наблюдениям) и проведения сопоставительного анализа активов;
- оценки традиционных показателей риска инвестирования (стандартное отклонение, бета-коэффициент как мера систематического риска актива) и показателей одностороннего риска (*VaR*, односторонний бета-коэффициент и др.);
- расчета доходности и риска портфеля из двух активов;
- сопоставления активов (портфелей) по результатам инвестирования по коэффициенту Шарпа, Сортино и другим показателям, учитывающим выгоды инвестирования с учетом риска;
- анализа ликвидности активов (расчета показателей ликвидности по нескольким проекциям, сопоставления активов и рынков по уровню ликвидности), выявления систематической и специфической ликвидности акций;
- прогнозирования будущих выгод от владения активами разных классов (простейшие методы, в том числе по компаниям с учетом прогнозов выручки, операционной прибыли, *FCF* и *FCFE*) и оценки справедливой рыночной стоимости рассматриваемых активов (акций, облигаций, проектов создания реальных активов, коммерческих компаний);
- тестирования моделей ценообразования финансовых активов для разных рынков капитала, спецификации моделей инвестиционной аналитики.

РАЗДЕЛ I

Особенности анализа инвестирования в различные активы рынка

Инвесторы и инвестиционная привлекательность объектов инвестирования

После изучения данной главы студент должен:

знать

- что понимается под инвестиционными решениями и кто их принимает;
- какие объекты инвестирования существуют на рынке;
- как различаются игроки рынка (инвесторы) по мотивам и методам (техникам) принятия решений;
- что показывает маржа безопасности;
- в чем суть работы фондов прямого инвестирования, хедж-фондов;

уметь

- выявлять недооцененные активы для пассивных инвесторов;
- понимать специфику инвестирования на развивающихся (формирующихся) финансовых рынках;

владеть

- терминологией инвестиционного анализа;
- навыками отличия финансовых и реальных инвестиций, инвестиций в инновации, развивающихся и развитых рынков капитала.

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, создания или перепродажи 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, инвестиционные 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*) трактуется 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.

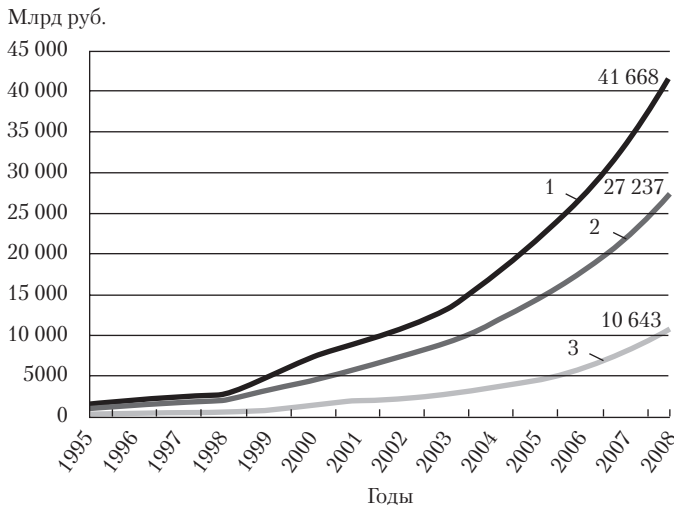


Рис. 1.1. Номинальный объем использованного ВВП Российской Федерации (в текущих ценах):

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 и товарные активы

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

развивающихся рынков формируются на глобальных финансовых биржах (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт, Гонконг) 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*).

Второй класс — государство. Доходы государства складываются из налогов и сборов, выпуска долговых ценных бумаг (например, долго- или краткосрочных государственных облигаций), процентов и иных выгод от долей собственности. Привлеченные деньги, кроме тех, которые расходуются на текущие нужды (содержание аппарата, поддержание социальной сферы, обороны, безопасности и т.п.), государство инвестирует. Это могут быть как прямые реальные инвестиции (например, в развитие отдельных сфер экономики, часто в форме софинансирования с частными фирмами), так и финансовые вложения (на внутреннем рынке страны или на внешнем (мировом) рынке капитала). У стран —

экспортеров природных ресурсов (например, нефти) важную роль на мировом инвестиционном рынке играют так называемые суверенные (государственные) инвестиционные фонды, иначе называемые «суверенные фонды благосостояния» (*Sovereign Wealth Fund (SWF)*). В литературе часто используются следующие их обозначения: стабилизационный фонд, фонд будущих поколений, резервный фонд.

Особенность фондов стран с существенной зависимостью от конъюнктурных факторов (например, от цены нефти) — как инвестирование в финансовые активы собственной страны и развитых рынков капитала, так и значительные прямые инвестиции в различных странах мира¹. Наибольший аккумулированный капитал принадлежит фонду Объединенных Арабских Эмиратов — ОАЭ ADIA (капитализация на конец 2007 г. составила более 800 млрд долл.). Известны также фонды Норвегии, Ливии, Катара, сингапурский фонд *Temasek* с капитализацией более 100 млрд долл. Ранжирование суверенных фондов по объему активов на начало 2013 г. представлено в табл. 1.3.

Таблица 1.3

**Крупнейшие по объему активов
суверенные фонды на начало 2013 г.**

Страна	Фонд
ОАЭ (Абу-Даби)	<i>Abu Dhabi Investment Authority and Council</i>
Норвегия	<i>Government Pension Fund-Global</i>
Сингапур	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>
Китай	<i>China Investment Corporation</i>
Гонконг	<i>Exchange Fund Investment Portfolio</i>
Сингапур	<i>Temasek Holdings</i>
ОАЭ (Дубай)	<i>Investment Corporation of Dubai</i>

Вопросы практики

Прямое инвестирование государства в экономику РФ (средства бюджета) осуществляется через Инвестиционный фонд РФ (Инвестфонд России). Общий объем господдержки через Инвестфонд России составил на середину 2008 г. 302 млрд руб. Инвестфонд России финансирует крупные проекты, важные для развития инфраструктуры (железные и автомобильные дороги, линии электропередачи и т.п.). Правительство РФ предполагает превратить Внешэкономбанк РФ (ВЭБ) в крупный суверенный инвестиционный фонд, размещающий деньги в финансовых активах и прямых вложениях (проектах) за рубежом. Пример российского суверенного фонда — Фонд национального благосостояния (ФНБ). С 2009 г. этот Фонд выведен из-под управления Центрального банка РФ (ЦБ РФ) и активизирует инвестиционную политику через специально созданную организа-

¹ Например, крупнейшая компания нефтяной отрасли ВР после аварии в Мексиканском заливе на протяжении 2010 г. вела активные переговоры с суверенными фондами на предмет вхождения в капитал ВР.