

широкого спектра местных политик, хорошо разбираться в вопросах формирования муниципального бюджета и межбюджетных отношений и т. п. [6, с. 50]

Финансовые проблемы. В ходе разработки документов, характеризующих стратегию развития МО, наиболее часто возникают два вида финансовых проблем. Во-первых, проблема финансового обеспечения обучения муниципальных кадров методике стратегического планирования. Во-вторых, проблема оплаты услуг консультантов и (или) разработчиков концепций, программ, бизнес-планов и т. п. [6, с. 51]

Наконец, разработанные документы стратегического планирования, как правило, не реализуются, что объясняется отсутствием в них *механизмов реализации*. [3, с. 45] *Механизм реализации – это набор процедур, методов и инструментов (экономических и организационных), обеспечивающих координацию, увязку и согласование интересов субъектов социально-экономического развития территории МО.* [1, с. 306]

ЛИТЕРАТУРА

1. **Иванова В.Н.** и др. Технологии муниципального управления. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 395 с.
2. **Картаева Е., Родина Н., Яковлев О.** Управление развитием: насущные проблемы и возможные варианты решения. // Муниципальная власть – 2003 – июль-август – с. 20-24.
3. **Рохчин В.** Консалтинг в стратегическом, территориальном и социально-экономическом планировании. // Муниципальная власть – 2003 – сентябрь-октябрь – с. 44-45.
4. **Рохчин В.Е.** и др. Стратегическое планирование развития городов России: системный подход.; РАН, Ин-т рег. эк-ки. – СПб.: Б.и., 2004. – 275 с.
5. **Сергейчук А.В.** Правовое обеспечение стратегического планирования региона. // Экономика Северо-Запада: Тезисы докладов: III Региональная научно-практическая конференция, 14-15 июня 2001 г., СПб.: Б.и., 2001. – с. 363-369.
6. Стратегическое развитие муниципальных образований: Федеральный проект Псковской области. / Под ред. д.э.н., проф. Рохчина В.Е., - Псков, 2002, 308 с.

С.М. МАРКОВ

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ДОХОДНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

В статье рассматриваются принципы оценки эффективности вложения в ценные бумаги с точки зрения долгосрочной перспективы с учётом изменения стоимости денежных средств во времени и упущенной выгоды.

Одной из основных тенденций развития рынка ценных бумаг в России в настоящее время является повышение степени доверия со стороны массового инвестора. В условиях постоянного долгосрочного роста курсов ценных бумаг, они становятся объектами, как мгновенной спекулятивной игры, так и долгосрочного вложения капитала со стороны инвесторов.

Наряду с этим наблюдается постепенная концентрация и централизация капиталов, которая имеет два аспекта по отношению к рынку ценных бумаг. С одной стороны, это общерыночная тенденция, которая проявляется в укрупнении организаций профессиональных посредников и в сокращении их количества. С другой стороны, эта тенденция находит отражение в том, что рынок ценных бумаг сам по себе притягивает всё большие капиталы общества.

В связи с этим, необходим механизм оценки эффективности вложения в ценные бумаги. Причём нужно обеспечить соизмеримость оценки с другими финансовыми активами и возможность сравнения различных по структуре и содержанию ценных бумаг.

Это возможно только при приложении к методике расчёта показателей доходности принципов и методов оценки инвестиций, т.е. рассмотрении оценки доходности как специфического инвестиционного проекта.

Главное, для чего осуществляются операции с ценными бумагами, является доход (W). Владелец ценной бумаги получает доход от ее владения и распоряжения.

Доход от владения – может быть получен различными способами. К ним относятся:

- фиксированный процентный платёж,
- ступенчатая процентная ставка,
- плавающая ставка процентного дохода,
- доход от индексации номинальной стоимости ценных бумаг,
- доход за счёт скидки (дисконта) при покупке ценной бумаги,
- дивиденд,
- доход в форме выигрыша по займу.

Фиксированный процентный платёж – это самая простая форма платежа. Однако в условиях инфляции и быстро меняющейся рыночной конъюнктуры с течением времени неизменный по уровню доход потеряет свою привлекательность и наоборот, снижение процентных ставок приводит к потере привлекательности объекта привлечения финансовых ресурсов для эмитента. Применение **ступенчатой процентной ставки** заключается в том, что устанавливается несколько дат, по истечении которых владелец ценной бумаги может либо погасить ее, либо оставить до наступления следующей даты. В каждый следующий период ставка процента возрастает. **Плавающая ставка процентного дохода** изменяется регулярно (например, раз в квартал, в полугодие) в соответствии с динамикой базового индикатора. В качестве индикаторов могут быть: ставка рефинансирования, уровень доходности государственных ценных бумаг, курс валюты, LIBOR (базовая ставка по международным кредитам), индекс потребительских цен. По некоторым ценным бумагам проценты могут не выплачиваться. Их владельцы получают доход благодаря тому, что покупают эти ценные бумаги **со скидкой (дисконтом)** против их номинальной стоимости, а погашают по номинальной стоимости (ГКО).

Доход от распоряжения – это доход от продажи ее по рыночной стоимости, когда она превышает номинальную или первоначальную стоимость, по которой она была приобретена.

Под **доходом** понимается превышение полученной суммы от владения и распоряжения ценной бумагой суммы, вложенной в неё первоначально.

Если полученную сумму обозначить как S , а вложенную как P , то

$$W = S - P \quad (1).$$

Однако по абсолютному показателю невозможно оценить, насколько эффективно вложение и в какой степени сравнимо с другими.

Относительным показателем является **доходность**, под которой понимается отношение дохода к вложенной сумме, приведённое к единому временному периоду. В качестве такого периода выступает, как правило, год, хотя по некоторым краткосрочным операциям применяется и более короткий срок.

Если сказать другими словами, под доходностью понимается **ставка**, при которой получается тот или иной доход в течение периода n (количество лет с момента вложения до момента окончательной реализации всех прав по ценной бумаге). Но по отношению к базе начисления процентов, ставки могут быть простыми (с постоянной базой начисления) и сложные (начисление процента на процент). Исходя из этого, **перспективная (срочная) доходность** может быть определена по простой или сложной ставке.

По простой ставке:

$$S = P + inP \quad (2),$$

где:

i – процентная ставка,

n – количество лет (десятичная доля года).

Тогда:

Ошибка! Объект не может быть создан из кодов полей редактирования.
(3).

Сложная ставка:

$$S = P(1+i)^n \quad (4),$$

отсюда:

$$i = \sqrt[n]{1 + \frac{W}{P}} - 1 \quad (5).$$

Очевидно, что в долгосрочных операциях с ценными бумагами целесообразнее использовать сложную ставку, так как она учитывает реинвестирование средств и в сопоставлении с ней можно оценить влияние таких макроэкономических процессов, как инфляция.

Однако при расчёте доходности по сложной ставке многие авторы недооценивают ряд нюансов, касающихся оценки и распределения доходов во времени.

Если представить вложение в ценную бумагу как инвестиционный процесс, то любой срочный финансовый актив можно подвести под следующую обобщающую схему, показанную на рис. 1.

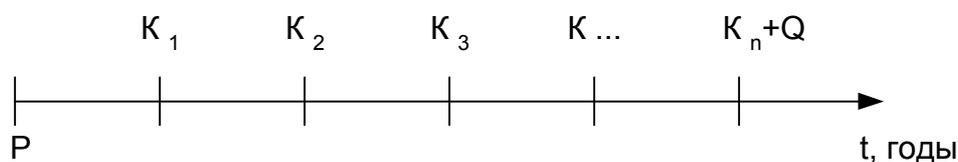


Рис. 1. Общая схема расходов и поступлений от ценной бумаги с ежегодно получаемыми периодическими доходами.

Здесь Q – сумма, полученная при окончательной реализации прав по ценной бумаге (цена продажи, номинал при погашении и т.д.), а K_t – периодические доходы (проценты, купоны, дивиденды).

Тогда доходом от вложения в такую ценную бумагу будет следующая сумма:

$$W = K + Q - P \quad (6),$$

где K – суммарные периодические доходы.

А доходность, рассчитанная по формуле 5, выглядит следующим образом:

$$i = \sqrt[n]{1 + \frac{W}{P}} - 1 = \sqrt[n]{1 + \frac{K + Q - P}{P}} - 1 \quad (7)$$

Если посмотреть на распределение доходов во времени на рис. 1, можно сделать вывод, что инвестор получает их в разные моменты времени. Например, сумма K_t – поступает после первого года. Это «живые» средства, а значит, могут быть реинвестированы (вложены в тот же или аналогичный по риску актив) на оставшееся время до реализа-

ции прав по ценной бумаге. Именно этот фактор предлагается учитывать при расчёте доходности. Аналогично и по другим платежам (рис. 2).

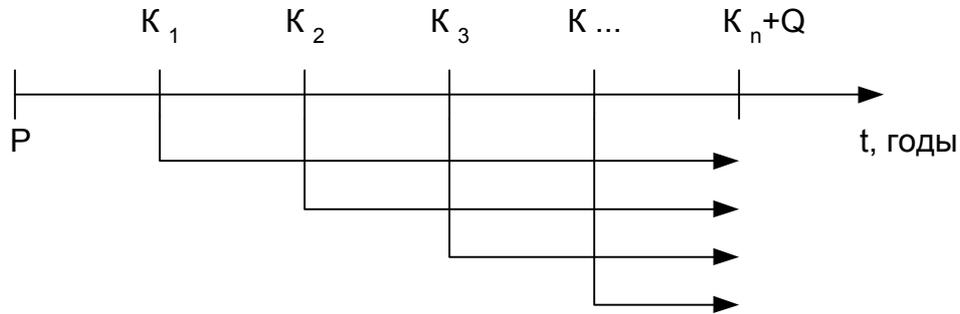


Рис. 2. Схема реинвестирования периодических доходов по ценным бумагам.

Если принять в качестве ставки реинвестирования максимальную доходность, которая может быть получена при вложении в финансовые активы при той же степени риска и обозначить её как i_r , то величина первого платежа на момент реализации прав по ценной бумаге может быть наращена до суммы S_1 :

$$S_1 = K_1(1 + i_r)^{n-1} \quad (8).$$

Аналогично можно рассчитать другие платежи, а в общем виде формула расчёта K выглядит тогда следующим образом:

$$K = \sum_{t=1}^n K_t(1 + i_r)^{n-t} \quad (9),$$

а если периодические платежи не меняются по годам (например, классическая облигация с постоянным купоном), то с применением правил расчёта будущей стоимости постоянного аннуитета ($K_t = const$) получается более упрощённая формула:

$$K = K_t \frac{(1 + i_r)^n - 1}{i_r} \quad (10).$$

Тогда в общем виде формулу расчёта доходности можно записать так:

$$i = \sqrt[n]{1 + \frac{(\sum_{t=1}^n K_t(1 + i_r)^{n-t}) + Q - P}{P}} - 1 \quad (11)$$

Такой расчёт позволяет учитывать неравномерность поступления доходов по ценным бумагам при оценке эффективности вложения капитала. В таком виде рассчитанная доходность может быть сопоставлена с любым аналогично оцененным финансовым активом, например с инвестиционным проектом путём сравнения с его внутренней нормой доходности (IRR).

Кроме того, такой подход позволяет соизмерить доходность с определением рыночной стоимости ценной бумаги.

Под рыночной стоимостью понимается максимальная цена, которая обеспечивает потенциальному инвестору доходность не ниже рыночной. Под рыночной доходностью в этом случае понимается как раз та ставка i_r , о которой говорилось выше.

Рыночная стоимость тогда будет обратной величиной доходности и для общей схемы расходов и поступлений (рис. 1) будет рассчитываться как выражение из формулы 11 цены P при $i=i_r$.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{K_t}{(1+i_r)^t} + \frac{Q}{(1+i_r)^n} \quad (12).$$

Т.е. рыночная цена представляет собой современную стоимость всех поступлений по ней до момента окончательной реализации прав. Причём этот момент может и не наступить. Тогда расчёт делается для случая $n \rightarrow \infty$ (например для акций). Такая формула используется для оценки стоимости различных срочных ценных бумаг на момент покупки.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Боровкова В.А.** Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005. – 320 с.: ил. – (Серия «Академия финансов»).
2. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е. изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.: ил.
3. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие — М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. —352 с.

Е.В.МЕРЗАНЮКОВА

ЕДИНСТВО ИНТЕГРАЦИОННЫХ И ДИФФЕРЕНЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В СИСТЕМЕ СОЦИАЛЬНОЙ ЗАЩИТЫ

Рассматриваются основные направления дифференционных и интеграционных процессов в системе социальной защиты населения.

Организационные структуры управления имеют три формы: государственную, коммерческую и общественную. Общественная сфера самоуправления становится в новых условиях одним из главных направлений в управлении системой социальной защиты (СЗ).

Характерным становится перераспределение и делегирование функций не только сверху вниз, но и снизу вверх, не только по *вертикали*, но и по *горизонтали*. Появившаяся тенденция региональных и муниципальных образований к расширению управленческой самостоятельности имеет под собой основания. Одно из них - невозможность федеральной власти обеспечить развитие социальных стандартов в регионах.

Со временем произошло моральное старение структуры управления системой СЗ, следствием чего становится неизбежной ее реформирование путем стимулирования интенсивных факторов роста социальной и экономической эффективности и минимизации волевых политических воздействий полномочных органов и ответственных лиц [1, 20].

Из двух типов организационных структур - *экстенсивного* (командно-административного) и *интенсивного* (рыночного) - предусматривается последний. Особенность интенсивного типа заключается в значительном повышении роли социальных факторов общественного развития, что требует *сбалансированности* всех элементов организационной структуры управления. Смена приоритетов изменяет все связи между элементами структуры, акцентирует внимание руководителей различных уровней управления не на командных функциях по поводу распределения производственных планов и заданий, а на выявлении общих проблем развития предприятий и учреждений системы СЗ и на удовлетворении запросов потребителей [2, 101].