

К. В. Балдин, И. И. Передеряев, Р. С. Голов

# **УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ В ИННОВАЦИОННО- ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**



**УДК 338.2**

**ББК 65**

**Б20**

**Авторы:**

*К. В. Балдин* — доктор экономических наук, профессор;

*И. И. Передеряев* — кандидат экономических наук, доцент;

*Р. С. Голов* — доктор экономических наук, профессор.

**Рецензенты:**

*Н. Н. Пилипенко* — доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки РФ;

*Н. С. Перекалина* — доктор экономических наук, профессор.

**Балдин К. В.**

**Б20**

Управление рисками в инновационно-инвестиционной деятельности предприятия: Учебное пособие / К. В. Балдин, И. И. Передеряев, Р. С. Голов. — 4-е изд., стер. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2019. — 418 с.

ISBN 978-5-394-03213-4

Учебное пособие содержит изложение теоретических и методологических основ риск-менеджмента в инновационно-инвестиционной деятельности на макро- и микроуровне. В нем представлена разработанная система методов и моделей риск-менеджмента в инновациях и инвестициях производственно-хозяйственных систем на основе концепции адаптивного динамического управления рисками.

Для студентов вузов, преподавателей, научных сотрудников и предпринимателей.

---

Подписано в печать 10.09.2018. Формат 60×84 1/16. Печать офсетная.  
Бумага офсетная № 1. Печ. л. 26,25. Тираж 200 экз.

Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°»

129347, Москва, Ярославское шоссе, д. 142, к. 732

Тел.: 8 (495) 668-12-30, 8 (499) 183-93-23

E-mail: sales@dashkov.ru — отдел продаж;  
office@dashkov.ru — офис; <http://www.dashkov.ru>

© Балдин К. В., Передеряев И. И.,  
Голов Р. С., 2009

# Оглавление

---

|                                                                                                                                               |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Глава 1. Методологические основы инвестиционного поведения субъектов хозяйствования в трансформационной экономике .....</b>                | <b>5</b>   |
| 1.1. Инвестиционное поведение в системе категорий инвестиционных отношений .....                                                              | 5          |
| 1.2. Основные принципы инвестиционного поведения .....                                                                                        | 22         |
| 1.3. Инструменты инвестиционного поведения .....                                                                                              | 36         |
| 1.4. Инвестиционный климат как институциональное пространство поведения инвестора .....                                                       | 55         |
| 1.5. Инвестиционное поведение фирмы в трансформационный период .....                                                                          | 71         |
| <b>Глава 2. Инвестиционные риски в системе антикризисного управления .....</b>                                                                | <b>92</b>  |
| 2.1. Концепция управления развитием производства в условиях неопределенности и риска .....                                                    | 92         |
| 2.2. Системная классификация рисков .....                                                                                                     | 112        |
| 2.3. Особенности инновационного проекта как объекта риск-менеджмента .....                                                                    | 138        |
| 2.4. Антикризисное управление предприятием с учетом факторов риска его инвестиционной деятельности .....                                      | 151        |
| <b>Глава 3. Формирование системы инновационно-инвестиционного проектного анализа как инструмента управления инновационным развитием .....</b> | <b>168</b> |
| 3.1. Концептуальные основы инновационного развития .....                                                                                      | 168        |
| 3.1.1. Ведущие факторы экономического развития .....                                                                                          | 168        |
| 3.1.2. Интеллектуальный капитал в составе ресурсов современного развития экономики .....                                                      | 175        |
| 3.1.3. Инвестиции в человеческий капитал как условие инновационного развития .....                                                            | 185        |
| 3.2. Концептуальные основы формирования системы инновационно-ориентированного инвестиционного проектирования .....                            | 205        |

|                                                                                                                                                                             |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.2.1. Терминологические проблемы формирования системы инновационно-ориентированного инвестиционного проектирования .....                                                   | 208        |
| 3.2.2. Принципы и основные положения инновационно-ориентированного инвестиционного проектирования .....                                                                     | 219        |
| 3.2.3. Специфические особенности составления технико-экономического обоснования проекта в рамках системы инновационно-ориентированного инвестиционного проектирования ..... | 237        |
| 3.3. Совершенствование методических подходов к учету инновационного фактора при формировании критериев принятия инвестиционных решений .....                                | 243        |
| 3.4. Разработка концептуальных подходов к формированию норматива дисконтирования как инструмента управления инновационным развитием .....                                   | 257        |
| 3.4.1. Обоснование необходимости нормирования и дифференциации ставки дисконта в рамках процедуры проектного анализа .....                                                  | 257        |
| 3.4.2. Совершенствование научно-методических подходов к расчету норматива дисконтирования .....                                                                             | 270        |
| <b>Глава 4. Методология адаптивного динамического управления рисками инвестирования .....</b>                                                                               | <b>290</b> |
| 4.1. Системный подход в риск-менеджменте и разработка комплекса мер по его реализации .....                                                                                 | 290        |
| 4.2. Обеспечение рискоустойчивости проектов реальных инвестиций .....                                                                                                       | 300        |
| 4.3. Роль функционального контроллинга в риск-менеджменте .....                                                                                                             | 312        |
| 4.4. Корректирование стратегии риск-менеджмента предприятия с учетом динамики факторов риска .....                                                                          | 320        |
| <b>Глава 5. Система методов и моделей управления инвестиционными рисками в производственно-хозяйственных системах .....</b>                                                 | <b>327</b> |
| 5.1. Модели управления факторами чувствительности к инвестиционным рискам .....                                                                                             | 327        |
| 5.2. Аналитические модели управления факторами и причинами инвестиционных рисков макро- и микросреды .....                                                                  | 356        |
| 5.3. Методы и модели управления последствиями инвестиционных рисков .....                                                                                                   | 379        |
| <b>Литература .....</b>                                                                                                                                                     | <b>408</b> |

# **Глава 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОВЕДЕНИЯ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ В ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ**

---

## **1.1. Инвестиционное поведение в системе категорий инвестиционных отношений**

Трансформация российской экономики во многом связана с активизацией инвестиционных процессов, поэтому в современной экономической литературе им уделяется особое внимание. Тем не менее нельзя говорить, что инвестиционная сфера отношений получила свою адекватную понятийную базу и достаточно разработанный методологический инструментарий. На это обращают внимание многие экономисты. Среди основных недостатков существующей системы регулирования инвестиций особо выделяют недостаточную разработанность теоретико-методологических и методических начал инвестирования в условиях рыночной трансформации. В силу требований современного этапа социально-экономического развития страны в совершенствовании нуждается и понятийный аппарат инвестиционной сферы экономики. В систему категорий инвестиционной сферы отношений включены такие понятия, как инвестиции, инвестирование, инвестиционная деятельность, инвестиционная активность, инвестиционная привлекательность, инвестиционные ресурсы, инвестиционные потоки, инвестиционный климат и ряд

других. Все они стали объектами специального анализа и получили более или менее четкие определения. По нашему мнению, в систему категорий инвестиционных отношений необходимо включить такое понятие, как “инвестиционное поведение”, отражающее особый аспект инвестиционной деятельности и инвестиционной активности. Для того чтобы идентифицировать данное понятие, т. е. выделить и обособить его от уже известных категорий, необходимо рассмотреть наиболее часто встречающиеся определения последних. Наиболее близким по значению к инвестиционному поведению является понятие “инвестиционная деятельность”. Чаще всего инвестиционную деятельность определяют как “комплекс мер и действий субъектов инвестирования (физических и юридических лиц), вкладывающих ресурсы в финансовую, материальную, интеллектуальную или иных формах с целью получения прибыли или иного эффекта”. При этом подчеркивают, что инвестиционная деятельность несет в себе значительно бóльшую экономическую и социальную нагрузку, чем получение прибыли, поскольку является фактором расширенного воспроизводства и ликвидации диспропорций в развитии экономики, а также решения других социально-экономических задач. В экономической литературе часто используется понятие “инвестиционная активность”, под которым, как правило, понимают скорость и темпы наращивания инвестиций, их многообразный характер. При этом упор делается на такой стороне деятельности, как поиск и выбор наиболее выгодного вложения инвестиций при существующих альтернативах.

При анализе инвестиционных процессов наиболее часто исследуются инвестиционная привлекательность тех или иных сфер деятельности, направления инвестиционной политики, факторы роста и пути повышения эффективности инвестирования, формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, меры улучшения инвестиционного климата в региональном, отраслевом или общехозяйственном разрезе, источники инвестирования. Анализ инвестиционных отношений необходимо дополнить исследованием особой категории “инвестиционное поведение”, которая должна логически

включиться в систему всего многообразия экономических понятий. Ведь именно инвестиционное поведение становится в конечном счете конкретным способом выражения возможностей, содержания, основных методов осуществления комплекса инвестиционных процессов. Инвестиционное поведение — переходное понятие от экономической теории к инвестиционному менеджменту, основным предназначением которого является определение конкретного механизма организации, стимулирования, мотивации инвестиционных действий субъектов. Дальнейшее развитие инвестиционного менеджмента во многом предопределено глубоким уровнем познания экономической природы инвестиционного поведения.

В последнее время в экономической теории поведению как особому способу действия субъектов в рыночной экономике стали уделять больше внимания. Экономическое поведение отдельных субъектов все чаще становится объектом специального исследования.

Глубина и всесторонность исследования инвестиционного поведения во многом определяется выбранной методологией познания. В основу его анализа может быть, например, положена методология превращенных форм капитала, наиболее активно разработанная К. Марксом в “Капитале”, которая позволяет увидеть многосторонний и многоуровневый процесс формирования инвестиционного поведения как превращенной формы деятельного, функционирующего капитала. Данный механизм конвертации капитала в инвестиционное поведение может быть представлен следующей схемой (рис. 1.1).

Как известно, в классическом виде капитал представляет собой стоимость, способную приносить дополнительную стоимость (прибавочную стоимость). Последняя в зависимости от способов образования превращается в разные виды доходов от капитала — прибыль (среднюю, торговую), ренту и процент. Исходным пунктом образования капитала является стоимость, однако не любой носитель стоимости способен превратиться в капитал. Потенциальной способностью превращения в капитал обладает “отложенная стоимость” (Р. Барр), т. е. такая, которая



Рис. 1.1. Категориальное формирование понятия  
“инвестиционное поведение”

представлена во благах (ресурсах) особого рода. По словам Р. Барра, “капитал есть совокупность разнородных ресурсов. Он состоит из имущества, оборудования, промежуточных продуктов, денег, ценных бумаг, а также из предметов потребления, необходимых работникам, которые производят косвенные блага, чья роль заключается в том, чтобы увеличивать через определенные промежутки времени массу наличных предметов потребления” [13]. Это означает, что превращенной формой стоимости, способной участвовать в движении капитала, являются *капитальные ресурсы* (блага или имущество).

Сам по себе капитал проявляет свою собственную природу только в *процессе движения* (оборота), когда каждая из его частей, представленная в функциональных формах денежного, производительного и товарного капитала, выполняет определенную функцию. Обособленный оборот каждой из этих функциональных форм приводит к возникновению разных *форм дохода* — *прибыли, процента и ренты*. На следующем уровне превращения происходят дальнейшие преобразования структурных частей капитала. Капитальные ресурсы, вовлекаясь в оборот, превращаются в *активы* (*assets*). Для последних характерным является то, что *потенциальные* возможности ресурсов превращаются в *активно действующие силы*.

Активами в инвестиционном процессе могут выступать все виды благ, способные приносить какую-либо выгоду или преимущества. Так, активами могут выступать земля и все ее составляющие элементы, оборудование, производственные запасы, ценные бумаги, деньги и любые виды расчетов и др. Именно качество активов определяет характер и способы инвестирования. В настоящее время наиболее активно развиваются инвестиционные процессы на рынке ценных бумаг. В зависимости от их вида и характера (акции, облигации, инвестиционные сертификаты и др.) формируются особенности инвестиционной деятельности. Активы, используемые в процессе инвестирования, превращают инвестиционный процесс в *инвестиционную деятельность* (*activity*) с характерными для нее субъектами, их специфическими действиями и интересующими их видами доходов. Основными элементами инвестиционной деятельности являются *субъект, объект, предмет* и *способы* воздействия субъекта на объект (активность субъекта). Эти основные элементы отличают одну инвестиционную деятельность от другой. Для характеристики инвестиционной деятельности существенное значение имеет экономико-правовой статус субъекта (гражданин, фирма, государство). Сегодня наиболее всесторонне исследуется инвестиционная деятельность фирмы. Собственно по отношению к ней инвестиционная деятельность выведена на уровень инвестиционного менеджмента. Активно рассматрива-

ется роль государства в инвестиционном процессе. Однако основное внимание уделено регулятивной функции государства в инвестиционном пространстве. В последнее время активизировались исследования инвестиционной деятельности населения (домохозяйств), но такие исследования еще не носят комплексного и системного характера.

Объект инвестирования определяет направление инвестиций и результат деятельности (определенный вид дохода). Основными характеристиками инвестиционной деятельности являются *целеполагание* (т. е. постановка цели), *целенаправленность* (определение направления движения к ней), *целесообразность* (создание соответствующих способов ее достижения). Таким образом, инвестиционная деятельность всегда связана с определением, постановкой и формированием цели. Характеристики нацеленности инвестиционной деятельности на уровне инвестиционного поведения будут превращаться в *мотивирующую установку* (способ выражения целеполагания), *проекты и решения* (целенаправленность), *инструменты* (целесообразные способы достижения цели). Инвестиционная деятельность направлена на определенный объект воздействия. Так, в зависимости от объекта инвестиционная деятельность подразделяется на такие сферы, как рынок реального инвестирования (капиталовложений, недвижимости и т. п.), фондовый и денежный рынки.

Особенности инвестиционного поведения будут регулироваться особым предметом, который разграничивает его виды, персонифицирует субъектов, определяет характер активов, способы и средства оперирования с ними. В зависимости от предмета деятельности происходит персонификация инвесторов (по инвестиционному статусу, профессиональным полномочиям). В зависимости от инвестиционного статуса инвесторы ориентируются на разные виды доходов: разные инвесторы, вкладывающие свои средства в землю (как актив), могут получать от нее различные виды доходов. Собственник земли в любом случае рассчитывает на получение абсолютной ренты. Пользователь земли в пределах данных ему полномочий ориентируется на

получение дифференциальной ренты второго вида. Застройщик, вкладывающий средства в обустройство земли, будет получать предпринимательский доход. Мелкий собственник земли использует ее в качестве условия получения жизненно важных для него средств существования. Еще более разносторонними являются доходы от вложения в ценные бумаги. Активами могут становиться любые ресурсы, вовлеченные в активные действия субъектов. В процессе их деятельного использования они превращаются в *инструменты*. Можно сказать, что инструменты — это операционные активы, т. е. те, с помощью которых осуществляются действия субъектов.

Инструментами инвестирования могут выступать все виды активов: движимое и недвижимое имущество, ценные бумаги, деньги, денежные расчеты, банковские депозиты, имущественные и неимущественные права (например, права пользования природными ресурсами или авторские права), совокупность различных знаний, навыков, умений, если они используются для получения дохода. Так, дебиторская задолженность предприятий является инструментом инвестирования для факторинговой фирмы, использующей ее для получения определенного вида дохода.

В современных условиях возрастают роль и значение производных финансовых инструментов (деривативов), с помощью которых осуществляется снижение рисков, предотвращение убытков и контролирование величины прибыли по операциям с основными инвестиционными активами. Действия субъектов с инструментами инвестирования посредством специальных процедур и операций превращает деятельность в инвестиционное поведение. В отличие от инвестиционной деятельности в инвестиционном поведении смещаются акценты инвестиционной активности, появляются новые существенные звенья внутренней структуры. Превращение инвестиционной деятельности в поведение обусловлено тем, что независимо от вида деятельности в ней всегда присутствуют общая схема, подчиненная определенным правилам и нормам. Любая деятельность индивида осуществляется через его поведение. Внутренняя структура дея-

тельности (субъект, объект, предмет, способы) превращается во внутренние моменты поведения.

В инвестиционном поведении субъекты становятся *действующими лицами*, отличие которых друг от друга “проистекает прежде всего из различия в степени рациональности подхода к делам... во вторую очередь из различий в “экономических горизонтах”: экономические субъекты не имеют одинаковой полноты и широты предвидения, одинаковой силы воображения, одинаковой масштабности мышления... Разнообразие экономических субъектов проистекает, наконец, из неравенства их силы и их влияния” [14].

Для инвестора как действующего лица важными становятся такие черты, как формулируемые принципы, степень рациональности подхода к делу, ориентация во внешней среде, использование собственного опыта и интуиции, подчинение существующим формальным и неформальным нормам и правилам (менталитету, рекламе, законам). Действия инвестора начинают определяться его инвестиционным статусом, формирующим у него особые полномочия и обязательства (собственник или пользователь активами, вкладчики, кредиторы, покупатели, акционеры и т. п.). Предметом инвестиционного поведения становятся определенные распорядительные акты, позволяющие осуществлять особые процедуры с помощью определенных инструментов. Результатом инвестирования становится не просто доход, а некая форма выгоды, не всегда напрямую связанная с его получением. Так, в настоящее время активизируется деятельность институциональных инвесторов в сфере финансового и пруденциального надзора. В первом случае оперирование инвестиционными инструментами осуществляется с целью предоставления одинаковых условий участникам финансового рынка и обеспечения его прозрачности. Во втором основной целью становится защита интересов инвесторов и предотвращение системных кризисов. Конечной целью инвестиционного поведения становится *интерес* как особый вид выгоды безотносительно ее формы. Примечательно, что интересом в рыночном хозяйстве выступает не просто исходный импульс деятельности, а

собственно ее конечный результат. Так, интересом (*interest*) называют процентный доход на капитал, участие в прибылях, долю в имуществе и т. п. Интересом инвестиционной деятельности может выступать любой социальный эффект как в материальной, так и нематериальной форме. Для характеристики инвестиционного поведения существенное значение начинают играть такие составляющие, как *мотивировочные установки, планы, решения, операции, время, характер и стиль*. Инвестиционное поведение осуществляется посредством особых моделей. Выявить поведение инвестора — значит, определить его модель действия.

В основе установки поведения лежат цели инвестиционной деятельности. Категория “установки” — одна из центральных в общей психологии и социологии личности. Но ее также важно использовать при исследовании экономических процессов. Установка проявляется в определенном отношении субъекта к объектам экономической действительности, упорядочивая в его сознании эти объекты в соответствии с его ценностной ориентацией. С помощью установок субъект приспособливает себя к окружающей действительности, создает удобство для своей жизнедеятельности, komponуя ее и настраивая себя. По нашему мнению, установка характеризует целостное динамическое состояние субъекта и выражает его готовность к определенной активности. Установки исполняют роль побудительных импульсов, определяющих сценарий инвестиционных событий, оформляются в мотивы поведения, которые всегда носят ценностный характер, т. е. выражают осмысленное значение предпринимаемых действий (конечного результата).

*Мотив* — это побуждающая и стимулирующая к действию установка. В содержании ценности мотива отражаются характер потребностей инвестора, выработанные обществом формальные и неформальные нормы поведения, особенности менталитета, форма ожидаемого результата. На мотивы оказывают влияние характер инвестора, его место в инвестиционной среде, инструменты инвестирования. Так, индивидуальный инвестор, приобретая недвижимость, может руководствоваться

разными мотивами: обеспечить условия своего проживания, сохранить деньги от их обесценения в процессе инфляции, получить доход от сдачи внаем и т. п.

В зависимости от способа представления мотива или ожидаемого результата инвестиционное поведение может носить инструментальный и ценностно-целевой характер. В первом случае мотивы инвестиционного поведения определены внешними для инвестора параметрами (технологическими, экономическими, социальными). В инструментальной модели инвестиционное поведение направлено на выбор инструментов, наилучшим образом подходящих для реализации заданной цели. Так, специалисты в области инвестиционного управления различают модели активного и пассивного управления портфелями ценных бумаг. При пассивном управлении “инвестор выбирает в качестве цели некий показатель и формирует портфель, изменение доходности которого соответствует динамике данного показателя”. Активное управление включает систематические усилия для получения результатов, превышающих выбранный в качестве цели показатель.

Реализация инструментальной модели предполагает определение процедуры достижения поставленной цели. Тем самым такое поведение превращается в процедурное, содержание которого связано с особым способом принятия решения, что требует определения существующих ограничений, типологизации ситуаций, сравнения альтернатив и возможностей их реализации, анализа существующих предпочтений, расчета допустимой ошибки и прогноза перспектив, выбора способов решения их реализации, осуществления выбора на основе имеющейся информации и накопленного опыта и т. п. Отдельные процедуры могут обособливаться в самостоятельные виды деятельности. Так, процедура, связанная с гарантированным размещением ценных бумаг на основе анализа факторов риска по их отдельным видам, обособилась в особую профессиональную деятельность, которая получила название *андеррайтинг* (*underwriting*).

Чем более сложным является инструментальное поведение, тем важнее становится осуществление процедуры принятия

решений и отбора способов достижения результатов. Процедура управления ценными бумагами включает выбор ценной бумаги, определение приемлемой комбинации групп внутри каждого класса активов, размещение активов, пересмотр портфеля, анализ затрат и выгод, прогноз показателей ожидаемой доходности и возможных рисков. Каждой инвестиционной сфере присуща своя особая инвестиционная процедура. Так, инвестиционное поведение на рынке недвижимости осуществляется девелоперами (специалистами по развитию недвижимости). Процедура их инвестиционного поведения включает такие элементы, как инициирование проекта развития недвижимости, оценка инициативы, обеспечение условий для реализации проекта, разработка схем финансирования, проектирование и разработка сметы затрат, согласование проекта, формирование системы договорных обязательств участников реализации проекта, внедрение проекта, распоряжение проектами.

В ценностно-целевой модели поведения акцент делается на выбор (отбор) цели в соответствии с предпочтениями, интересами и мотивами инвестора. Такое поведение зависит от системы господствующих ценностей, что и становится ориентирами принимаемых решений. В этом случае поведение может приобретать *инновационный характер*, что связано с инвестиционным лидерством и осуществлением сценария опережающего развития. Важными мотивационными элементами такого поведения являются поиск возможностей и инициативность, упрямство и настойчивость, вера в свои силы, способность к принятию нестандартных решений. Условиями проявления особой новаторской мотивации являются экономический интерес инвестора, его индивидуальные способности и инвестиционный климат, обеспечивающий соответствующую обстановку (связанную прежде всего с наличием конкуренции), защищающий от неблагоприятных воздействий (к примеру, защита интеллектуальной собственности) и стимулирующий к осуществлению особой модели поведения (создание временной инновационной монополии или обеспечение другой формы государственной поддержки).

Исходя из мотивов, строятся планы и принимаются решения, которые требуют проведения разного рода операций. Всякий план представляет собой известную комбинацию из элементов предвидения, проектирования, целесообразного с точки зрения субъектов устремлений. Планы в инвестиционном поведении несут в себе элемент предположения, прогнозирования и предсказания. Это своего рода освещение того, на что рассчитывает инвестор. В силу этого планы в большей степени соответствуют понятию “проект” (в переводе с латинского *projectus* означает “брошенный вперед”). Инвестиционное проектирование становится особой процедурой инвестирования, предметом специальной деятельности, направлением научного познания, способом практического применения.

На вид операционных действий наибольшее влияние оказывают характер инвестиционного рынка и инвестиционные качества инструментов поведения. Например, инвестиционное поведение в процессе приватизации осуществляется путем разгосударствления, реструктуризации, купли-продажи, выкупа, акционирования, налогового залога с помощью таких инструментов, как приватизационные сертификаты, акции, денежные расчеты. Такое инвестиционное поведение требует проведения соответствующих операций и процедур, как-то: анализа, оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности предприятия, отрасли, региона, макроэкономической ситуации, выбора институциональной стратегии (объема, источников инвестиционных средств), разработки стратегии (времени и способов проведения операций), формирование портфеля из конкретных активов, корректирования тактики (пересмотр портфеля, его диверсификация) и ряда других.

Любой процесс инвестирования растянут во времени и, даже если он приносит гарантированный доход, предполагает существование неопределенности. Факторами такой неопределенности являются изменения цен, сдвиги в предпочтениях потребителей, непредсказуемость поведения других инвесторов, ограниченность информационных источников для прогнозирования и оценки, перемены в инвестиционных возможностях со-

пряженных субъектов. Всякие инвестиции в той или иной степени связаны с риском. Отношение инвесторов к риску зависит от их человеческих качеств и разного рода обстоятельств как на микро-, так и макроуровнях и определяет характер и стиль поведения.

Известны три классических варианта отношения к риску. В первом случае предпочтение отдается тем исходам, которые не связаны с риском (*отрицательное* отношение к риску). Во втором — предпочитают рисковые результаты (*положительное* отношение к риску). В третьем — выбор вариантов не зависит от характера последствий (*безразличное* отношение к риску). Инвестиционное поведение, предполагающее высокий уровень риска, связанный с возможными потерями, убытками и отсутствием позитивного результата, носит *венчурный характер*. (В переводе с английского *venture* — сумма, подвергаемая риску). При венчурном поведении основными инструментами инвестирования становятся продукты интеллектуального труда.

Характерологические особенности поведения инвесторов реализуются посредством особых инвестиционных стилей, которые формируют особые модели поведения. Так, инвесторы могут избрать *консервативную модель*, при которой индивиды стремятся к сохранению стоимости инвестиций или к достижению консервативного роста вложенного капитала. При *агрессивной модели* ориентиром инвесторов выступает получение доходов от менее стабильных инструментов вложения, но большей величины. При *надежной модели* инвестирования предпочтение отдается наиболее гарантированным краткосрочным инструментам (без привлечения заемных средств). Для каждой модели поведения выбираются наиболее адекватные ей инструменты и институционально-организационные формы. Так, инвестору, стремящемуся к достижению консервативного роста вложенного капитала, следует выбирать привилегированные акции наиболее стабильных предприятий, инвестиционные сертификаты, облигации и диверсифицировать их с помощью различного рода фондов совместного инвестирования. В данной моде-

ли инвестиционного поведения допускается привлечение ограниченного левериджа (доли заемных средств). Для таких инвесторов наиболее всего приемлемо *инвестиционное партнерство*, посредством которого определяются и соблюдаются каждым участником соответствующие согласованные правила и формы поведения, выполнение которых закладывает основу для координации совместных усилий и активизации инвестиционной деятельности.

Поскольку риск является функцией неопределенности и непредсказуемости происходящих событий, на его величину влияют информационные потоки экономики, формирующие основные ориентиры поведения — уровень цен, движение процентных ставок, состояние спроса и предложения на конкретном секторе хозяйствования. В зависимости от степени информированности и возможностей переработки информации инвестиционное поведение может носить *параметрический* (инвестор может предвосхитить и рассчитать определенный уровень вероятности получения результата) или *структурный* (существующая информация оставляет множество возможных результатов инвестиционной деятельности открытыми для инвесторов) характер.

Инвестиционное поведение всегда связано с ограничениями. Если бы их не было, то и не возникло бы необходимости в инвестиционном проектировании, принятии решений, разработке вариантов достижения целей. Ограничения могут носить материальный, финансово-кредитный, правовой, институциональный, информационный характер. Так, материальные ограничения могут возникнуть в связи с недостатком производственных площадей, сырья, энергии, материалов и т. п. К материальным ограничениям относится отсутствие работников нужной квалификации, специалистов определенных сфер деятельности. Финансовые — проявляются в нехватке денежного капитала (источников финансирования и кредитования). Правовые ограничения выражаются в особенностях выполнения отдельных полномочий (например, инвестор не обладает всеми необходимыми для его действия правомочиями), существовании государ-

ственных нормативно-правовых условий хозяйствования, необходимости правового оформления отдельных операций (к примеру, размещение акций требует их регистрации). Институциональные ограничения возникают, с одной стороны, в связи с отсутствием определенного рода организаций, которые могли бы ускорить и удешевить принятие решений, снизить риск инвестирования, а с другой — с существованием тех звеньев государственной системы, которые тормозят движение капитала. Кроме того, институциональные ограничения могут быть связаны с определенными морально-нравственными условиями жизнедеятельности инвестора в конкретной социально-хозяйственной системе. Так, например, подорванное доверие к вложениям в инвестиционные, холдинговые компании, доверительные фонды не способствует активности в инвестиционном поведении населения.

Для понимания природы инвестиционного поведения наиболее существенное значение имеют информационные ограничения. Жизненно важной атмосферой для инвестора является наличие информации о широком круге явлений и событий, которые его окружают. В зависимости от характера ограничений инвестиционное поведение может принимать разные формы. Так, если существующие ограничения определены объективными закономерностями функционирования производительных сил, характером сложившегося хозяйственного строя, правового порядка и субъект не в состоянии их преодолеть, то это ослабляет его самостоятельные действия в принятии решения о целях и средствах инвестирования, упрощает функцию выбора сфер и инструментов приложения капитала. Такое поведение можно назвать *нормативно-ограниченным*, поскольку инвестор действует в пределах жестко заданных технических, экономических и правовых норм, где важное место занимает подчинение нормам, фиксирующим заранее допустимые целевые действия и способы их достижения. В основе такого инвестиционного поведения может лежать длительная привычка или обычай. Так, многие инвесторы предпочитают работать с уже хорошо зарекомендовавшими себя инструментами инвестирования

и неохотно оперируют новыми. Особое значение для данной модели поведения имеют различного рода эффекты — феномены поведения. Например, поведение субъекта может быть обусловлено поведением окружающих его людей (эффект подражания). Важную роль в таком поведении играют феномены, рождаемые средствами массовой информации и коммуникации, личными стереотипами, мнением друзей и знакомых. Именно на таких эффектах поведения построено большинство финансовых пирамид и доверительных обществ.

Второй тип инвестиционного поведения, который может быть определен как *неограниченный*, основан на допущении, что существует полная доступность необходимых ресурсов, а главное — предполагается отсутствие транзакционных издержек сбора информации, что позволяет инвестору учесть все существующие возможности. При таком типе поведения оптимальность и единственность результата предполагают процесс принятия решения путем простейшего алгоритма действия (издержки на принятие решения должны быть минимальными). Данное условие выполнимо, если возможности человека в области получения и обработки информации сопоставимы с объемом поступающих данных и сложностью формулируемой задачи. Этот тип поведения в большей степени теоретическое допущение, чем практическая реальность, тем не менее его существование вполне допустимо и теоретически оправдано, поскольку позволяет понять природу инвестиционного поведения. В определенной мере неограниченное инвестиционное поведение характерно для монополиста, поскольку его предельные затраты на поиск и сбор информации всегда оказываются ниже предельной полезности от ее использования.

Основным типом является ограниченное инвестиционное поведение, при котором действия инвестора совершаются в условиях различного рода ограничений. Такое поведение является следствием существования рыночной неопределенности, асимметричного распределения информации, ее асинхронного характера. В этих обстоятельствах инвестор не способен предвидеть все возможные ситуации и рассчитать оптимальную ли-

нию поведения. При ограниченном типе поведения процедура выбора осуществляется с учетом транзакционных издержек, играющих роль критериев отбора, а сам процесс выбора включает в себя: количество альтернатив, характер поставленных задач (четкие и одномерные либо неопределенные и многомерные), степень их воспроизводимости или повторяемости, наличие и доступность информации, соответствующие мотивации и стимулы.

Существующие типы инвестиционного поведения преломляются через личностные характеристики субъектов и превращаются в характерные для каждого инвестора стили и стратегии. Инвестиционный стиль поведения базируется на индивидуальной информации конкретного инвестора (о конъюнктуре, спросе, предложении, инвестиционных возможностях, конкуренции), индивидуальных деловых возможностях (имеющихся только у него конкурентных преимуществах, контроле над другими инвесторами, партнерами) для реализации рассматриваемого проекта, его предприимчивости, деловой фантазии (индивидуальном опыте, творческих способностях, эрудированности, интеллектуальном уровне.). Инвестиционный стиль поведения следует определить как совокупность индивидуализированных черт, методов оперирования инструментами, применяемыми для достижения соответствующих интересов в соответствии с определенным мотивом. Поскольку в основе инвестиционного поведения лежит способ принятия решения, объективным основанием формирования инвестиционного стиля является степень рациональности инвестора, т. е. его особенностей принятия решений. По нашему мнению, инвестиционные стили характеризуются установками инвестора, способами принятия решения и методами оперирования инструментами. В соответствии с критерием принятия решений инвесторов можно подразделить:

- 1) на ультрарационалистичные индивиды, которые действуют в соответствии со своим знанием экономических законов, своим человеческим опытом и интуицией касательно будущего;

- 2) недостаточно рационалистичные индивиды, поведение которых обусловлено средой и которые являются рабами господствующего менталитета, рекламы и пропаганды;

3) люди типа гомо экономикус, руководимые личным интересом и принципом экономии сил (которые тем не менее оцениваются по-разному, в зависимости от времени и места).

На принятие решений оказывает влияние “экономический горизонт” инвестора, т. е. полнота и широта его предвидения, характер силы воображения, масштабность мышления, способность вести переговоры. Кроме того, стиль поведения проистекает из силы влияния инвестора на других субъектов: одни инвесторы занимают господствующее положение в своей сфере деятельности, а другие находятся под господством как объективных, так и субъективных обстоятельств. В силу этого инвестиционное поведение может зависеть от типа рынка и характера конкуренции на нем. Так, различаются инвестиционное поведение монополиста и немонополиста на рынке. Особенно это заметно на рынке монополии дифференцированного продукта, когда инвестору удастся завоевать исключительные позиции на рынке определенного товара, или на рынке лидирующей монополии, если инвестор обладает монополией на какую-либо новую технологию или научную разработку. Стиль поведения проявляется в моделях, которые определяются характером реагирования инвестора на внешние и внутренние обстоятельства. Модели можно различать в соответствии с разными критериями. Собственно модели являются наиболее обобщающей характеристикой инвестиционного поведения, что и будет использоваться при анализе поведения конкретных субъектов рынка.

Исходным условием инвестиционного поведения и выбора определенных моделей и соответствующего инвестиционного стиля являются принципы поведения.

## **1.2. Основные принципы инвестиционного поведения**

В основе любого поведения лежит совокупность принципов, которые создают основу, любого действия. Принципы можно рассматривать, с одной стороны, как основные, исходные поло-

жения, установки, которыми руководствуется инвестор при принятии решений, с другой — это его внутренние убеждения, особый взгляд на окружающий мир, которые влияют на его поведение. С третьей — это основа устройства того механизма (процесса), с помощью которого инвестор достигает свои цели. Принципы создают условия, определяют правила игры, направляют нормы, формируют схемы (образы) поведения. Принципы, которым следуют инвесторы, исходят, с одной стороны, из объективной целесообразности, диктуемой технологией процесса, существующим порядком общественной жизни, а с другой — субъективного осознания необходимости определенных поступков в соответствии с социокультурной обязательностью. Принципы поведения могут исполняться добровольно, но могут иметь и законодательное оформление, т. е. быть принудительными. В любом случае они становятся средой и параметрами поведения, с которыми инвестору приходится считаться и в пределах которых действовать.

Принципы могут быть основанными на привычке или традиционных нормах, посредством которых действия инвестора воспроизводятся автоматически, что не требует особых размышлений по поводу того, следовать им или нет. Но в рыночной экономике принципы выступают такими детерминантами поведения, которые заставляют человека всякий раз обдумывать и сознательно применять их. Он должен действовать таким, а не иным образом, для того чтобы не разрушить (деорганизовать) условия своей деятельности. И хотя принципы формулируются субъектами, тем не менее в них представлен фактор долженствования, который отражает наличие санкции как механизма защиты от невыполнения объективных требований установленного порядка. В зависимости от характера установления (упрочения) принципы могут носить формальный и неформальный характер.

Принципы определяют поведение человека в соответствии с его взаимоотношениями с другими людьми. Когда принципы приобретают элемент общепризнанных и защищенных предписаний, они превращаются в *правила*, которые запрещают или

разрешают определенные виды действий одного индивида (или группы людей) при взаимодействии его с другими людьми. В свою очередь, если правила применяются более чем к одному человеку, они конституируют *институт*. Если принцип приобретает характер императивных требований и устанавливает санкционированные государством запреты, то он превращается в *принцип-норму*. На основе таких принципов складывается законодательство, а принципы превращаются в нормы законов. В силу такой процедуры превращения инвестиционное поведение регулируется всем многообразием принципов: внутренними взглядами и убеждениями, объективным устройством объекта воздействия, особыми правилами, институтами и законами.

В данном подразделе принципы будут рассматриваться, с одной стороны, в качестве исходных установок, определяющих выбор инвестора, способы принятия решений в соответствии с объективной логикой процесса инвестирования. Это означает, что поведение инвестора таково, каковы внутренние механизмы инвестиционного процесса. Другими словами, поведение инвестора находится под воздействием объективных закономерностей функционирования инвестиций. В этом плане инструменты инвестирования создают границы поведения инвестора, и в то же время выбор инструментов инвестирования отражает принципы поведения. С другой стороны, принципы формулируются инвестором исходя из субъективного восприятия окружающих обстоятельств (возможных и достижимых обстоятельств), интересов и мотивов, внутренних черт характера. Так, хорошо известно, что инвестиционное поведение японцев подразумевает, как и в любом другом деле, упорство и самопожертвование, и даже когда здравый смысл подсказывает бесперспективность капиталовложений, решения о прекращении инвестиций и возврате капитала даются с трудом.

Общий механизм работы принципов инвестиционного поведения может быть представлен следующим образом. В основе принятия решений лежит *принцип рациональности*. Характер рациональности зависит от индивидуализируемого отноше-

ния индивида к объективному миру и другим людям. Поэтому поведение инвестора руководствуется *принципом индивидуализации*. Рациональность всегда предусматривает наличие ограниченности, поэтому принятие решений осуществляется под воздействием *принципа ограниченности*. В поведении инвестора рациональность может быть представлена, если у него есть альтернативы выбора. Тем самым возникает *принцип альтернативности*. Существование ограниченности и альтернатив приводит к необходимости учитывать *принцип замещения*. Выбор среди имеющихся альтернатив и ограниченных возможностей может совершаться при осуществлении *принципа оценки*. Инвестирование всегда предполагает временнóй аспект, т. е. результат будет получен с определенным временным лагом, тем самым поведение инвестора всегда построено на *принципе ожидания*.

Инвестиционная деятельность ориентируется на получение какой-либо выгоды (дохода, интереса, преимуществ), но их достижение всегда связано с риском. Выгода и риск — два взаимодействующих компонента инвестирования, которые направлены в разные стороны, но в то же самое время они компенсируются один за счет другого. Такой принцип поведения мы определяем как *принцип дивергентности*. Для достижения определенных целей инвестор пользуется разными инвестиционными инструментами, которые наиболее адекватны его мотивам, характеру, потребностям. Такое соотношение инструментов инвестирования мотивам и результатам может быть определено как *принцип адекватности*.

Рассмотрим эти принципы подробнее.

Принцип рациональности означает, что в действиях инвестора отражаются рациональное восприятие действий других людей и рациональная реакция на них. Поведение инвестора может носить нерациональный, импульсивный, нерасчетливый, рефлекторный или неосознанный характер, но такое поведение обычно считается лежащим за пределами сферы исследований микроэкономики. Традиционное и аффективное поведение не сопровождается процедурами сравнительного анализа имею-