Анализ эффективности операций с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.12, кандидат экономических наук Карабанов, Константин Валерьевич  
  
**Год:**

1998

**Автор научной работы:**

Карабанов, Константин Валерьевич

**Ученая cтепень:**

кандидат экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.12

**Специальность:**

Бухгалтерский учет, контроль и анализ хозяйственной деятельности

**Количество cтраниц:**

248

## Оглавление диссертации кандидат экономических наук Карабанов, Константин Валерьевич

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1. ЦЕННЫЕ БУМАГИ И РОЛЬ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ В ОРГАНИЗАЦИИ ИХ ОБРАЩЕНИЯ

1.1 Ценные бумаги как финансовый инструмент рыночной экономики и их генезис

1.2 Сравнительный анализ организации рынка ценных бумаг в промышленно-развитых странах

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ ЗАПАДНЫХ БАНКОВ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ

2Л Анализ операций с ценными бумагами западных банков и их влияния на доходность и ликвидность банковского капитала

2.2 Оптимизация портфеля ценных бумаг по критериям их доходности, ликвидности и надежности

ГЛАВА 3. АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ РОССИЙСКИХ БАНКОВ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТИТУТОВ И ЕГО ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА

3.1 Информационная база анализа эффективности операций с ценными бумагами и направления ее совершенствования

3.2 Ретроспективный анализ эффективности операций с ценными бумагами российских коммерческих банков и инвестиционных институтов

3.3 Перспективный анализ инвестиционного портфеля

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Анализ эффективности операций с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов"

Тема настоящего диссертационного исследования - "Анализ эффективности операций с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов" - представляется актуальной для современного этапа развития финансового рынка России.

Учитывая тот факт, что последние годы (1995 - 1997 гг.) Правительство Российской Федерации последовательно проводит в жизнь политику неинфляционного, финансирования дефицита государственного бюджета, реализуемую в том числе за счет эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, этот сектор финансового рынка получил наибольшее развитие. С другой стороны, процесс приватизациигосударственной собственности, активно начавшийся в 1992 году и продолжающийся до настоящего времени, создал предпосылки для становления рынка корпоративных ценных бумаг. Периодически обостряющийся кризис неплатежей между предприятиями обусловил появление и бурное развитие рынка векселей. Наконец, сейчас уже можно говорить о рождении совершенно новых для отечественного рынка финансовых инструментов, в частности финансовых производных -фьючерсов, форвардов, опционов.

Специфические условия современного периода рыночных отношений, вызывающие частые и заранее непредсказуемые нарушения платежеспособности хозяйствующих субъектов - клиентов коммерческих банков, вынуждают последних очень осторожно решать вопросы о предоставлении кредитов и искать другие пути получения доходов. В связи с этим большинство коммерческих банков и инвестиционные институты активно ведут операции с ценными бумагами.

Таким образом, в России за несколько лет возродился рынок ценных бумаг, который переживает стремительное развитие.

Одним из ключевых факторов быстрого возникновения и развития рынка ценных бумаг в любой стране мира является наличие законодательной базы, регулирующей отношения на нем. Создание рынка государственных долговых обязательств стало возможным в том числе благодаря формировавшемуся законодательству. Надежность рынка российских государственных облигаций обеспечена пакетом законов, правительственных постановлений, документов Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Министерства финансов и Центрального банка, которые регулируют весь спектр правовых отношений рынка, вопросы технологии размещения, погашения ценных бумаг и проведения расчетов между участниками.

Однако правовая среда других секторов фондового рынка, в частности векселей, акций, корпоративных облигаций, производных финансовых инструментов оставляет желать лучшего. Принятые федеральные законы "Об акционерных обществах" (декабрь 1995 г.) и "О рынке ценных бумаг" (апрель 1996 г.) значительно укрепили законодательную базу, однако практически сразу же вызвали нарекания и рекомендации об их поправках, которые теперь рассматриваются Государственной Думой. В настоящее время большое значение для заполнения законодательного вакуума и цивилизованного развития рынка ценных бумаг в России имеет деятельность Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Для дальнейшего совершенствования законодательно-нормативной основы рынка ценных бумаг большое значение имеет глубокий критический анализ сложившейся практики и сравнительный анализ доходности операций фондового рынка.

Актуальность проблем развития российского фондового рынка, анализа эффективности операций с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов, недостаточная теоретическая и практическая разработанность данных вопросов предопределила выбор темы диссертационного исследования.

Целью проведенного диссертационного исследования явилась разработка методических основ анализа эффективности операций с ценными бумагами и выявления резервов ее повышения в коммерческих банках и инвестиционных институтах. Для достижения поставленной цели потребовалось:

• провести сравнительный анализ организации финансовых рынков промышленно развитых стран (ФРГ, США и Великобритании) и на этой основе сделать соответствующие выводы и разработать рекомендации по развитию и улучшению функционирования этого рынка в России;

• изучить опыт проведения операций с ценными бумагами на Западе, выявить тенденции их дальнейшего развития на примере крупных и средних зарубежных банков и определить, что следует заимствовать из этого опыта на современном этапе развития экономики России;

• провести ретроспективный анализ эффективности операций с ценными бумагами российских банков и инвестиционных институтов, раскрыть их влияние на рентабельность работы и ликвидность этих организаций;

• проанализировать существующие методы оптимизации инвестиционного портфеля по критериям доходности, ликвидности и надежности; определить возможность и разработать предложения по их использованию на современном этапе развития российской экономики;

• аргументировать необходимость комплексного использования внутренних и внешних источников информации при ретроспективном и перспективном анализе эффективности операций с ценными бумагами;

• расширить и углубить классификацию ценных бумаг, рекомендуемую разными зарубежными и российскими авторами, применительно к национальным особенностям операций с ними в России, выделив те их виды, операции с которыми будут наиболее эффективными в будущем для российских участников фондового рынка;

• разработать характеристики инвестиционной привлекательности отдельных видов ценных бумаг и определить направления их использования при принятии инвестиционных решений;

• рассмотреть информационную базу анализа эффективности операций с ценными бумагами и возможности ее унификации в банках и инвестиционных институтах;

• критически изучить применяемые в банках и инвестиционных институтах методики анализа эффективности операций с ценными бумагами и на этой основе определить направления совершенствования этого анализа;

• предложить практически применимые в современных условиях функционирования фондового рынка России способы прогнозирования состава инвестиционного портфеля при проведении операций с ценными бумагами и финансовыми производными (с учетом продолжительности прогнозируемого периода и преследуемых инвесторами целей).

Предметом исследования являются операции с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов в России и за рубежом и их эффективность.

Объектом исследования являются коммерческие банки и инвестиционные институты в ФРГ, США, Великобритании и России -типичные участники финансовых рынков этих стран, а именно: два немецких универсальных банка (Deutsche Bank и BHF Bank), два американских банка (коммерческий Citibank и инвестиционный Bankers Trust), английский холдинг HSBC Group, три российских коммерческих банка (Автобанк, банк "Российский Кредит" и Технобанк) и два инвестиционных института ("Ринако Плюс" и "Тройка Диалог").

Теоретической и методологической основой работы послужили труды отечественных и зарубежных авторов по проблемам теории экономического анализа, банковского менеджмента и портфельного инвестирования. При написании диссертации использовался современный научный инструментарий комплексного анализа, применялись методы экспертных оценок.

В процессе диссертационного исследования были изучены российские и зарубежные законодательные и нормативные акты; монографии и статьи в специальной периодической литературе, в том числе на английском и немецком языке; фактические материалы, в частности годовые отчеты западных банков, привезенные автором из командировок в ФРГ и Великобританию; публикации крупных западных и российских коммерческих банков и инвестиционных компаний; материалы научных конференций и семинаров. Среди использованных фактических материалов следует особо отметить сводные годовые отчеты московских коммерческих банков за 1994, 1995 и 1996 гг., а также материалы по разработке и внедрению нового для российского рынка производного финансового инструмента - расчетного форвардного контракта на курсы ГКО. В разработке и реализации этого проекта автор диссертации принимал непосредственное участие на базе Межбанковского финансового дома (г. Москва).

Научная новизна и теоретическая ценность диссертационной работы состоит в следующем:

1. На основе изучения различных моделей организации рынка ценных бумаг в зарубежных промышленно-развитых странах и России сделан вывод о том, что сформировавшаяся в России так называемая "смешанная модель", предоставляющая право купли - продажи ценных бумаг коммерческим банкам и инвестиционным институтам, является объективно необходимой для отечественного финансового рынка;

2. Выявлены современные тенденции развития российского фондового рынка, основными из которых являются появление производных финансовых инструментов и перелив капитала из снизивших доходность государственных ценных бумаг в корпоративные (акции, векселя надежных банков и платежеспособных предприятий), значительный удельный вес внебиржевого рынка;

3. Расширена и дополнена классификация видов ценных бумаг, дающая возможность проводить анализ эффективности операций с учетом рентабельности, надежности и ликвидности инвестиционного портфеля;

4. Предложена модель инвестиционной привлекательности разных видов ценных бумаг, способствующая оптимизации инвестиционного портфеля;

5. Аргументирована необходимость сопоставления доходности операций с ценными бумагами с доходностью ссудных операций и с ценой банковских платных ресурсов, аккумулируемых для их вложения в ценные бумаги;

6. Раскрыта несостоятельность и рискованность использования для перспективного анализа эффективности диверсификации портфеля ценных бумаг только биржевых и внебиржевых котировок разных видов ценных бумаг, не подкрепленных результатами анализа финансовой устойчивости их эмитентов (с учетом их конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках). Сделан вывод об обязательности включения в информационную базу перспективного анализа сведений о доходности операций с отдельными видами ценных бумаг и показателей динамики их курсов, основанных на биржевых и внебиржевых котировках, результатов анализа финансовой устойчивости их эмитентов, а также показателей общей оценки экономической конъюнктуры в соответствующей отрасли народного хозяйства;

7. Сопоставлены разделы плана счетов российских коммерческих банков и плана счетов инвестиционных институтов по ценным бумагам и сделан вывод о необходимости распространения прогрессивных изменений в учете операций с ценными бумагами коммерческих банков, внесенных в 1998 году, на бухгалтерский учет этих операций в инвестиционных институтах;

8. Усовершенствована методика ретроспективного анализа операций с ценными бумагами путем разделения его содержания на два этапа. На первом этапе проводится сопоставление доходности вложений в государственные и негосударственные ценные бумаги различных видов с доходностью кредитных вложений и других банковских операций и определяется их сравнительная выгодность. Одновременно рассчитывается стоимость вложенных в операции с ценными бумагами ресурсов. Затем выводится маржа, на основе которой дается оценка эффективности операцийс ценными бумагами. На втором этапе изучается финансовая устойчивость эмитентов, ее изменения за анализируемый период. С этой целью привлекается внешняя информация, содержащаяся в отчетность эмитентов, биржевых бюллетенях и собираемая непосредственно инвестором;

9. Расширена программа перспективного анализа эффективности операций с ценными бумагами путем включения в нее перспективного анализа финансовой устойчивости эмитентов, что позволяет точнее прогнозировать курсовую стоимость данной ценной бумаги с учетом будущих доходов и определять ее долю в общей стоимости инвестиционного портфеля для достижения желательного уровня рентабельности этих операций;

10. Сделан вывод, что на современном этапе развития экономики России широко используемые на Западе методы графического (по западной терминологии - технического) анализа могут применяться в перспективном анализе не самостоятельно, а только в сочетании с методом экспертных оценок финансовой устойчивости эмитентов;

11. Разработана спецификация нового производного финансового инструмента - расчетного форварда на курсы ГКО.

Практическую ценность имеют:

1. Рекомендованные методы сбора и аналитической обработки внутренней и внешней экономической информации, необходимой для принятия решений в области портфельного инвестирования в ценные бумаги;

2. Разработанная методика двухэтапного проведения ретроспективного анализа, основанная на комплексном использовании на первом этапе внутренней и на втором этапе внешней экономической информации, предложенная методика прогнозирования рыночной цены ценных бумаг (на примере форварда на ГКО);

3. Рекомендации о внедрении новых финансовых инструментов и расширении спектра услуг, предлагаемых клиентам коммерческими банками и инвестиционными институтами;

4. Разработка расчетного форвардного контракта на курсы ГКО и организации ликвидного рынка этого инструмента, выявившие большие перспективы развития срочного рынка ценных бумаг в России.

Работа автора диссертации по организации рынка расчетных форвардных контрактов на цены ГКО и других финансовых производных была отмечена в статье "Русская гармония", опубликованной английским специализированным журналом "Мир фьючерсов и опционов" (Zaitsev Т. Russian harmony. Futures and Options World. L., September 1996, pp. 40-43).

Апробация и внедрение основных результатов диссертационного исследования проведены в фондовом отделе Межбанковского финансового дома (МФД) в 1995-96 гг., которым одобрена и реализована авторская разработка спецификации и договорной базы расчетного форвардного контракта на курсы ГКО и внедрена разработанная автором модель организации ликвидного рынка этого инструмента. Руководством МФД были также использованы предложения автора по повышению рентабельности инвестиций путем включения в инвестиционный портфель высокодоходных и надежных казначейских обязательств Министерства финансов РФ.

Руководством акционерного коммерческого банка "Абсолют-Банк" при принятии решений по покупке и продаже ценных бумаг используется разработанная автором классификация видов ценных бумаг по 17 признакам. По предложению автора инвестиционный портфель банка диверсифицирован за счет включения в него векселей надежных коммерческих банков.

Одобрены и внедрены инвестиционной компанией "Де-Ка Инвест" в 1997 г. методические разработки по проведению ретроспективного и перспективного анализа эффективности операций с ценными бумагами за счет компании и за счет клиентов, а также предложения по повышению рентабельности капитала путем высвобождения средств, вложенных в государственные ценные бумаги и их реинвестирования в корпоративные акции и векселя и в производные финансовые инструменты.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены справками, полученными от Межбанковского финансового дома, АКБ "Абсолют-Банк" и ЗАО "Де-Ка Инвест".

Основные положения, раскрывающие содержание диссертационного исследования, опубликованы автором в газете "Финансовые известия" (28 марта 1995 г.), "Экономика и Жизнь" (сентябрь 1995 г., № 37), в соавторстве - в серии статей в "Финансовой Газете" (1995 г. №№ 30, 40 и 51), журнале "Рынок ценных бумаг" (1995 г. №№ 12, 17 и 24; 1996 г. № 7), "Бюллетене финансовой информации" (март 1996 г., №3), а также в статье на английском языке в журнале "Russian Business and Trade Connections" ("Деловые и торговые связи с Россией"), выходящем в Гонконге (ноябрь 1997 г.). Всего опубликовано 11 работ общим объемом 2,9 печатных листа.

## Заключение диссертации по теме "Бухгалтерский учет, контроль и анализ хозяйственной деятельности", Карабанов, Константин Валерьевич

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Из проведенного диссертационного исследования вытекают следующие выводы и рекомендации.

1. Развитие рынка ценных бумаг после перестройки экономики России идет по тому же пути и сопровождается теми же ошибками, которые имели место в развитии фондового рынка ФРГ, США и Великобритании. На основе изучения исторического опыта государственного регулирования операций с ценными бумагами в этих промышленно развитых странах, в диссертации аргументирована необходимость:

1.1 Принятия в России особого закона, защищающего права инвесторов, приобретающих ценные бумаги, от неправомерных действий руководства коммерческих банков и инвестиционных институтов;

1.2 Образования Фонда страхования вкладчиков от банкротств;

1.3 Определения правового статуса производных финансовых инструментов, выпуск которых в настоящее время законодательством не предусмотрен;

1.4 Обязательного достаточно полного раскрытия информации о финансовом состоянии коммерческих банков и инвестиционных институтов, работающих на фондовом рынке со средствами юридических лиц и населения. При этом в публикуемой отчетности балансовая прибыль должна показываться не только в целом, но и в разрезе отдельных балансовых и внебалансовых операций. При этом рекомендуется использовать опыт законодательного регулирования процесса раскрытия эмитентами информации для инвесторов, накопленный в ФРГ и США;

1.5 Создания в России единого депозитария ценных бумаг;

1.6 Необходимости дальнейшего совершенствования технологии заключения сделок с ценными бумагами, внедрения электронных систем торговли на всех российских биржах, скорейшего подключения к Российской Торговой Системе депозитарно-клирингового блока, установления единых правил торговли векселями в рамках АУВЕР. При этом можно использовать уже хорошо зарекомендовавшие себя стандартыНАУФОР. Так называемый "телефонный" внебиржевой рынок будет существовать и дальше, но система расчетов по заключенным сделкам должна быть существенно улучшена на базе широкого использования компьютерных сетей "Интернет";

1.7 Целесообразности использования в России английского опыта организации эмиссии облигаций надежных компаний, обеспеченных их активами. Для эмитентов это стало бы возможностью привлечения денежных средств, для инвесторов - новым направлением высокодоходных инвестиций, для профессиональных участников фондового рынка -источником дохода от операций с этими облигациями.

2. Российский фондовый рынок возродился после перехода экономики России на рыночные отношения. На нем функционируют одновременно коммерческие банки и инвестиционные институты (брокерско - дилерские компании), т.е. он построен по смешанной модели, сложившейся в Великобритании.

Собранные и изученные автором материалы об объеме и динамике операций на фондовых биржах России и на внебиржевом рынке (по информации ГУ ЦБ по г. Москве, Межбанковского финансового дома и Российской Торговой Системы) убедительно свидетельствуют, что фондовый рынок России развивается очень быстрыми темпами и что на нем коммерческие банки являются основными покупателями и продавцами ценных бумаг как за свой счет, так и по поручению своих клиентов. До 1997 года в инвестиционных портфелях российских коммерческих банков, а также инвестиционных институтов основное место занимали государственные ценные бумаги. На биржах также наибольшая часть сделок заключалась по этим бумагам. Однако в связи с проводимой государством политикой постепенного снижения доходности государственных ценных бумаг происходит падение их удельного веса в инвестиционных портфелях профессиональных участников фондового рынка. Одновременно активизируются операции с корпоративными бумагами и векселями, особенно на внебиржевом рынке. Расширяются также операции с производными финансовыми инструментами - фьючерсами, форвардами, опционами, интерес к которым у инвесторов возрастает в связи с их высокой доходностью, несмотря на свойственный этим вторичным ценным бумагам значительный риск потери вложенного в них капитала.

Хотя в составе инвестиционных портфелей банков за 1994 - 1996 гг. происходили некоторые изменения, но удельный вес вложений в ценные бумаги в общей сумме их активов быстро возрастал.

В этом отношении показательны данные сводных балансов коммерческих банков Москвы по состоянию на 1 января 1995, 1996 и 1997 гг., предоставленные автору Главным Управлением ЦБ РФ по г. Москве. За рассматриваемый период удельный вес вложений в ценные бумаги в целом по коммерческим банкам Москвы вырос с 5,19% по состоянию на 01.01.95 до 12,9% на 01.01.97, т.е. почти в 2,5 раза. Однако по информации, которой располагает Межбанковский финансовый дом, этот процент занижен, так как вложения в корпоративные ценные бумаги, не имеющие рыночной котировки, банки осуществляют через свои дочерние фирмы, чтобы не создавать, согласно требованиям Банка России, резерв под обесценение нерыночных ценных бумаг в размере 50% их покупной стоимости. Таким образом, реальную величину вложений в ценные бумаги сводные балансы банков г. Москвы не отражают. По приблизительной ее оценке она составляет до 15% всех банковских активов.

Поскольку публикуемая отчетность коммерческих банков не содержит данных о доходности вложений в отдельные виды ценных бумаг, для выявления уровней их доходности автором была проанализирована отчетность трех московских банков (Автобанк, "Российский Кредит" и Технобанк) на 1 января 1995 и 1996 гг. В результате была выявлена тенденция к значительному увеличению удельного веса доходов от операций с ценными бумагами в общей структуре чистого дохода этих банков. Следует, однако, подчеркнуть, что полученные данные об изменении удельного веса доходов и вложений несопоставимы, так как доходы показываются в целом за год, а вложения только на одну дату - на конец анализируемого периода. Для устранения несопоставимости этих показателей за рубежом составляется так называемый "балансусредненных капиталов", т.е. исчисляются среднемесячные остатки по всем статьям месячных балансов.

Значительные темпы роста вложений в ценные бумаги у анализируемых банков на конец года, опережающие темпы роста доходов от них, по-видимому, вызваны высокой доходностью операций с ценными бумагами и меньшей рискованностью этих операций по сравнению с другими банковскими операциями за рассматриваемый период.

3. На основе проведенного изучения информационной базы анализа эффективности операций с ценными бумагами коммерческих банков и инвестиционных институтов сделаны следующие выводы и рекомендации.

3.1 Для реальной оценки эффективности этих операций в коммерческих банках имеется достаточная информационная база, которая должна использоваться комплексно. В частности, оперируя с конкретной ценной бумагой, банк должен предварительно привлечь внешние источники сведений о финансовой устойчивости ее эмитента;

3.2 Поскольку для вложения средств в ценные бумаги используются платные ресурсы, необходимо предварительно определить стоимость привлекаемых ресурсов и рассчитать маржу между уровнем доходности операций с ценными бумагами и ценой привлекаемых ресурсов;

3.3 Инвестиционные институты не имеют развернутого плана счетов для учета операций с ценными бумагами. Следует детализировать учет ценных бумаг в этих институтах на основе использования принципов его построения в российских коммерческих банках.

4. В диссертации на примере трех российских коммерческих банков (Автобанк, "Российский Кредит", Технобанк) и двух инвестиционных институтов ("Ринако Плюс", "Тройка Диалог") экспериментально проверены рекомендации о последовательности проведения ретроспективного анализа и содержании каждого его этапа.

Первый этап охватывает изучение структуры активов и доходов от вложения средств в отдельные виды банковских операций с последующим сопоставлением уровней доходности операций с ценными бумагами с доходностью других банковских операций. Для такого сопоставления в диссертационной работе проведена предварительно укрупненная группировка статей актива баланса коммерческого банка и исчислены удельные веса каждой группы активов в общем итоге баланса - нетто. Соответственно сгруппированы и чистые доходы от каждой группы вложений. Однако сопоставление данных о структуре доходов, полученных за год со структурой вложений на одну балансовую дату, как отмечено выше, может привести к неправильным выводам. Поэтому автором внесена рекомендация о включении в состав годовогоотчета "баланса усредненных капиталов", по примеру западных банков. Это позволит более достоверно определять рентабельность разных видов банковских операций, в том числе и операций с ценными бумагами. Детализация статей баланса и отчета о прибылях и убытках, проведенная в Плане счетов в 1998 г. по видам ценных бумаг и их эмитентам, дает возможность углубить анализ по этим признакам.

Используя данные о пассивах и расходах, связанных с их привлечением, следует определить среднюю цену этих пассивов и сопоставить с ней среднюю рентабельность операций с ценными бумагами, вычислив таким путем маржу, которая формально характеризует эффективность операций с ценными бумагами.

Таким образом на первом этапе анализ проводится на базе данных банковского учета и отчетности, подвергающихся аналитической обработке рекомендуемыми в диссертации методическими приемами.

Второй этап предполагает корректировку результатов анализа, полученных на первом этапе, на основе данных о финансовой устойчивости эмитентов ценных бумаг. С этой целью проводится анализ бухгалтерской отчетности эмитентов. Привлекается также биржевая и внебиржевая информация о движении курсов котируемых ценных бумаг, о конъюнктуре рынков, от которых зависит платежеспособность эмитента, внеучетная информация о деловых качествах руководства, проверяется, подтверждена ли достоверность годовых отчетов аудиторскими заключениями. Иногда приходится даже прибегать к информации, собираемой службой экономической безопасности банка. Таким образом второй этап базируется на внешних источниках информации.

В итоге второго этапа уточняется расчет резерва под возможное обесценение конкретных видов ценных бумаг и определяться окончательные выводы об эффективности операций банка с ценными бумагами в целом и по конкретным их видам за анализируемый период.

5. Перспективный анализ операций с ценными бумагами непосредственно связан с оптимизацией инвестиционного портфеля на конкретные даты предстоящего периода по критериям его рентабельности, ликвидности и надежности.

Перспективный анализ опирается на результаты проведенного до него ретроспективного анализа. Он должен установить, прежде всего, насколько соответствует состав инвестиционного портфеля требованиям инвесторов к уровню критериев оптимальности на прогнозируемую дату.

Как при ретроспективном, так и при перспективном анализе важнейшим методическим приемом является использование классификации ценных бумаг по различным группировочным признакам и характеристик инвестиционной привлекательности конкретных наименований ценных бумаг.

Учитывая роль обоснованной классификации ценных бумаг для определения оптимального состава инвестиционного портфеля с точки зрения преследуемых инвестором целей, в диссертации разработана и аргументирована развернутая классификация ценных бумаг по 17 признакам в развитие классификаций, приведенных в монографии проф. Я.М.Миркина по 14 признакам и учебнике коллектива преподавателей Российской Экономической Академии под редакцией В.А.Галанова и А.И.Басова по 14 признакам. Как показала ее экспериментальная проверка и внедрение в АКБ

Абсолют-Банк" и ЗАО "Де-Ка Инвест" (члены НАУФОР и РТС), она способствует принятию эффективных управленческих решений по диверсификации портфеля ценных бумаг.

Автором предложена также характеристика инвестиционных качеств конкретных видов ценных бумаг и разработана шкала изменения инвестиционных качеств отдельных видов этих бумаг с учетом особенностей их обращения на современном этапе развития экономики и фондового рынка России. Онако, в диссертационной работе подчеркивается неправомерность оценки инвестиционных качеств ценных бумаг исходя только из принадлежности их к одной из приведенных групп. Сделанная группировка должна быть использована как отправная точка, которая облегчает в дальнейшем индивидуальную опенку инвестиционных качеств конкретной ценной бумаги.

На Западе большую роль в перспективном анализе играют графические методы. Поэтому в диссертационной работе рассмотрен и обобщен зарубежный опыт их применения для оптимизации портфелей ценных бумаг по критериям их доходности, ликвидности и надежности. На основе его изучения сделан вывод, что российским коммерческим банкам и инвестиционным институтам целесообразно диверсифицироватьсвои инвестиции, распределяя их между государственными ценными бумагами, свободными от риска, и корпоративными, выпускаемыми компаниями, относящимися к различным отраслям промышленности и торговли, причем в состав портфеля ценных бумаг могут быть включены и производные финансовые инструменты, высокодоходные, но в то же время несущие в себе повышенный риск.

К сожалению, неопределенность перспектив развития эмитентов ценных бумаг, свойственная в настоящее время российской экономике, снижает возможность практического применения графических и математических методов. Вследствие этого представляется нецелесообразным механическое перенесение на отечественную почву зарубежных теорий портфельного инвестирования. В то же время значительная опасность для инвесторов таится в принятии инвестиционных решений на основе интуиции, не подтвержденной и не проверенной информации, советов непрофессионалов, прогнозов, полученных с помощью графического анализа.

Для повышения эффективности решений, принимаемых руководством банков и инвестиционных институтов о покупке или продаже ценных бумаг, имеющих целью оптимизацию инвестиционного портфеля в перспективе, рекомендовано больше внимания уделять анализу финансовой устойчивости эмитентов на основе их балансов, отчетов о прибылях и убытках и других публикуемых материалов, изучению практики управления компанией -эмитентом, ситуации в отрасли и государстве в целом.

С учетом результатов анализа финансовой устойчивости эмитентов прогнозируются возможные изменения курсовой стоимости их бумаг и соответственно уточняются их индивидуальные характеристики. Затем определяются требуемые удельные веса отдельных бумаг в составе прогнозируемого портфеля в зависимости от цели инвестирования.

Если ценные бумаги предназначены для обеспечения ликвидности, в портфеле должны преобладать государственные ценные бумаги, если же требуется повысить рентабельность активов, следует привлекать высокодоходные бумаги, несмотря на свойственный им повышенный риск.

В перспективном анализе, как и в ретроспективном должна учитываться и цена ресурсов, которые потребуются для намечаемого вложения средств в ценные бумаги.

Приемы перспективного анализа зависят также от сроков, на которые ориентирован прогноз. Чем продолжительнее этот срок, тем больше изменений требуется внести в состав инвестиционного портфеля по сравнению с существующим.

На короткий срок, в сегодняшних экономических условиях России не превышающий полугодие, прогноз может носить пассивный характер, т.е. основываться на предположении, что в составе инвестиционного портфеля произойдут только те изменения, которые вытекают из сроков погашения имеющихся в нем ценных бумаг и закупленных новых в соответствии с уже заключенными сделками РЕПО и с другими соглашениями.

Чем продолжительнее срок, на который составляется прогноз, тем меньше вероятность соответствия прогнозируемого инвестиционного портфеля по составу, доходности, ликвидности и надежности, реально сложившемуся на прогнозируемую дату. Об этом свидетельствуют изученные автором литературные источники и проверка реализации результатов перспективного анализа инвестиционного портфеля по отдельным российским коммерческим банкам.

6. Сравнение данных ретроспективного анализа годовых отчетов зарубежных банков (немецких Deutsche Bank и BHF-Bank, американских Citibank и Bankers Trust, английской группы HSBC Group), российских коммерческих банков (Автобанк, "Российский Кредит", Технобанк) и инвестиционных институтов ("Ринако Плюс", "Тройка Диалог"), а также проведенный автором анализ операций зарубежных и отечественных участников рынка ценных бумаг на фондовых биржах и внебиржевом рынке показали, что на фондовом рынке России пока не находят сколько-нибудь заметного применения операции с производными финансовыми инструментами. Между тем опыт проведения таких операций в ФРГ, США и

Великобритании показывает, что при рациональной их организации они значительно повышают эффективность операций с ценными бумагами.

В связи с этим группа специалистов Межбанковского финансового дома, в которую входил автор диссертации, впервые на российском фондовом рынке разработала и в 1995 году внедрила новый производный финансовый инструмент - расчетный форвардный контракт на курсы ГКО. Преимуществами операций с этим производным финансовым инструментом являются возможности: во-первых, заключения сделок без физического присутствия трейдера на торговой площадке (находясь в помещении своего банка или инвестиционной компании); во-вторых, страхования (хеджирования) рисков неблагоприятного изменения котировок ГКО; в-третьих, получения прибыли без вложения средств за счет игры на изменениях цен на одной торговой площадке, а также за счет разницы в ценах форвардных контрактов на ГКО на биржевоми внебиржевом сегментах фондового рынка путем совершения арбитражных сделок.

По данным годового отчета Межбанковского финансового дома за 1996 год, оборот по сделкам с расчетными форвардными контрактами, заключенными через эту организацию, составил 3546 млрд. неденоминированных руб., причем в торгах участвовало 117 банков и инвестиционных институтов. Большое распространение получили фьючерсы на ГКО на московских биржах. По мнению автора, в настоящее время большие перспективы имеет срочный рынок корпоративных ценных бумаг.

Автор надеется, что результаты проведенного диссертационного исследования окажутся полезными для совершенствования методических основ анатиза эффективности операций с ценными бумагами в российских коммерческих банках и инвестиционных институтах и будут способствовать выявлению резервов ее повышения.

## Список литературы диссертационного исследования кандидат экономических наук Карабанов, Константин Валерьевич, 1998 год

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации. М.: Приор, 1995.

2. О Центральном банке (Банке России): Федеральный закон РФ от 2 декабря 1990 г. № 394-1 с изм. и доп.

3. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон РФ от 2 декабря 1990 г. № 395-1 с изм. и доп.

4. О государственном внутреннем долге: Федеральный закон РФ от 13 ноября 1992 г., № 3877-1

5. Об акционерных обществах: Федеральный закон РФ от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ

6. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-Ф3

7. О простом и переводном векселе: Федеральный закон РФ от 11 марта 1997 г., № 48-ФЗ

8. Об утверждении программы реформирования бухгалтерского учета в соответсвии с международными стандартами финансовой отчетности: Постановление Правительства РФ от 6 марта 1998 г. At 253

9. Положение об акционерных обществах, утверждено постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 601

10. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утверждено постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78

11. Об утверждении концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации: Указ Президента РФ от 01.07.96 № 1008

12. Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Утверждена Указом Президента РФ № 1009 от 01.07.96. // Рынки капиталов, 1996. № 27.

13. О федеральной комиссии по рынку ценных бумаг: Указ Президента РФ № 1009 от 01.07.96. М.: БУКВИЦА, 1996.

14. Положение о федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, утверждено Указом Президента РФ № 1009 от 01.07.96.

15. О порядке и объеме информации, которую акционерное общество обязано публиковать в случае публичного размещения им облигаций и иных ценных бумаг: Постановление ФКЦБ России от 07.05.96 № 8.

16. О дополнительных сведениях, которое открытое акционерное общесто обязано публиковать в средствах массовй информации: Постановление ФКЦБ России от 08.05.96 № 9.

17. О создании Центрального депозитария по корпоративным ценным бумагам: Распоряжение ФКЦБ России от 05.11.96 № 17-р.

18. Временное положение об учетных регистрах и внутренней отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Утверждено постановлением ФКЦБ от 26.11.96 № 21.

19. Временное положение о лицензировании брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг. Утверждено постановлением ФКЦБ от 19.12.96 N° 22.

20. О системе раскрытия информации на рынке ценных бумаг: Постановление ФКЦБ России от 09.01.97 № 2.

21. Временное положение о требованиях, предъявляемых к деятельности валютных и товарных бирж по организации торговли на рынке ценных бумаг. Утверждено постановлением ФКЦБ от 14.03.97 N9 12.

22. Положение о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации. Утверждено постановлением ФКЦБ от 19.09.97 № 26.

23. Положение о ведении счетов денежных средств и учете операций по доверительному управлению брокерами. Утверждено постановлением ФКЦБ от 20.10.97 № 38.

24. Правила отражения профессиональными участниками рынка ценных бумаг и инвестиционными фондами в бухгалтерском учете отдельных операций с ценными бумагами. Утверждены постановлением ФКЦБ России от 27.11.97 № 40.

25. Порядок распростанения информации о ценных бумагах. Утвержден распоряжением ФКЦБ России от 17.02.98 № 133-р.

26. Временный порядок бухгалтерского учета операций с государственными именными краткосрочными бескупонными облигациями в коммерческих банках. Утвержден приказом Банка России от 6 мая 1993 г. N° 02-78.

27. Указания ЦБ РФ от 11.12.97 № 62-У.

28. О порядке создания резервов под обесценение ценных бумаг: письмо ЦБ РФ от 08.12.94 № 127 в ред. телеграмм ЦБ РФ от 28.12.94 № 223-94, от 04.09.95 № 189.

29. Положение о составе и порядке предоставления членами НАУФОР финансовой отчетности. Утверждено решением Совета директоров в редакции от 03.10.97.

30. Положение о составе и порядке предоставления членами Партнерства финансовой отчетности. Утверждено решением Совета директоров Некоммерческого партнерства "Торговая система РТС" 25.07.97.

31. План счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности предприятий и инструкция по его применению. М.: Финансы и статистика, 1996. - 176 с.

32. Правила ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации. М.: Бугалтерский учет, 1997. - 360 с.

33. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. 3-е изд., перераб. - М.: Финансы и статистика, 1994. - 288 с.:ил.

34. Банковское дело. Авторский к-в /Под ред. О.И.Лаврушина. М.: Банковский и биржевой научно-консультационный центр, 1992. - 428 с.

35. Бухгалтерский анализ: Пер. с англ. Киев: Торгово-издательское бюро BHV, 1993.- 428 с.

36. Великобритания. Финансовые и деловые услуги. Лондон: British Invisibles, 1997.

37. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. -М.: Финансы и статистика, 1996. 352 с.:ил.

38. Камаев В.Д. и коллектив авторов. Учебник по основам экономической теории (экономика). М.: Владос, 1994. - 384 с.:ил.

39. Большая советская энциклопедия, Т.6 М.: Советская энциклопедия, 1927.

40. Энциклопедический словарь. Издатели: Ф.А. Брокгауз и И.А. Ефрон, Т. XVI-a. СПб., 1895.

41. Мюллер В.К. Англо-русский словарь: 53 ООО слов 22 изд., стереотип. -М.: Рус.яз., 1988. - 848 с.

42. Немецко-русский финансово-кредитный словарь/ А.Е.Завьялов, А.В.Брауде, Л.Г.Ковтун и др. 2-е изд., стереотип. - М.: Финансы и статистика, 1992. - 255 с.

43. Агарков М.М. Основы банковского права. Курс лекций. Издание 2-е. Учение о ценных бумагах. Научное исследование. Издание 2-е. М.: Издательство БЕК, 1994. - 350 с.

44. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.

45. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991. - 160 с.:ил.

46. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. Под ред. проф. Е.А. Суханова. Вступительная статья проф. Е.А.Суханова. М.: ЮрИнфорР, 1996.

47. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. М.: Тривола, 1995. - 240 с.

48. Бухвальд Б. Техника банковского дела. М.: Издание товарищества "Мир", 1914. - 141 с.

49. Вишневский А.А. Вексельное право:Учеб.пособие. М.: Юристъ, 1996.272 с.

50. Голубович А.Д. Траст. Доверительные услуги банков и финансовых компаний клиентам. М.: Арго, 1994. - 88 с.

51. Государственные краткосрочные облигации: теория и практика рынка. -М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1994. 300 с.

52. Едронова В.Н., Мизиковский Е.А. Учет и анализ финансовых активов: акции, облигации, векселя. М.: Финансы и статистика, 1995. - 272 с.:ил.

53. Ефремов И.А. Государственные ценные бумаги и обязательства: обращение, операции, учет, налогообложение. М.: Ист-Сервис, 1995. -329 с.

54. Иванов В.В. Анализ надежности банка. Практическое пособие. М.: Русская Деловая Литература, 1996. - 320 с.

55. Игнатущенко В.Н., Шитов А.М. Государственные облигации: как вкладывать деньги и получать доход. М.: ИНФРА-М, 1996. - 96 с:ил.

56. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995. - 550 с.

57. Портфель приватизации и инвестирования (Книга собственника. Книга акционера. Книга инвестиционного менеджера) / Отв. ред. Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. М.: СОМИНТЭК, 1992. - 752 с.

58. Ричард Брейли, Стюарт Майерс. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997. - 1120 с.

59. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. Пер. с англ. со 2-го изд. М.: Дело Лтд, 1995. - 768 с.

60. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: ИНФРА-М, 1996. - 304 с.

61. Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия: Пер. с англ./ВВСМРМ. М.: Экономика, 1994. - 331 с.

62. Сорос Дж. Алхимия финансов. М.: ИНФРА-М, 1996. - 416 с.

63. Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. М.Тольятти: АвтоВАЗбанк, 1992.

64. Тосунян Г.А. Опыт построения и правового регулирования банковских систем: Россия, Германия, Франция, США. М.: Дело Лтд, 1994. - 72с.

65. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 1995.

66. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке. М.: ИНФРА-М, 1995. - 272 с.

67. Черников Г.П. Фондовая биржа: международный опыт. М.: Международные отношения, 1991.

68. Шевченко С.И., Самойлова Л.Б. Как решить проблему неплатежей с бюджетом с помощью векселя? М.: Менеджер, 1996. - 152 с.

69. Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 1995. - 160 е.: ил.

70. Ширинская З.Г., Нестерова Т.Н., Соколинская Н.Э. Бухгалтерский учет и операционная техника в банках. М.: Издательство Перспектива: ИНФРА-М, 1997. - 488 с.

71. Эрлих А.А. Технический анализ товарных и финансовых рынков. Прикладное пособие. М.: ИНФРА-М, 1996. - 176 с.

72. Бубнов И. На фондовом рынке "чистые руки" важнее холодного расчета.// Рынок ценных бумаг, 1996, № 2.

73. Бубнов И. Путь к "прозрачности" фондового рынка будет тернистым.// Рынок ценных бумаг, 1996, № 6.

74. Карабанов К., Лысенко Д. Как снизить риск при игре на рынке государственных ценных бумаг.//Рынок ценных бумаг, 1995, № 24.

75. Карабанов К. Хеджирование рисков форвардными контрактами на индексы ГКО/ОФЗ.//Бюллетень финансовой информации, 1996, № 3.

76. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. Дисс. канд. экон. наук М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 1997. - 225 с.

77. Биржевая информация ММВБ, 1995-1997 гг.

78. Деньги и кредит, 1997, № 6.

79. Коммерсантъ-DAILY. 1997,- 28 февраля.

80. Коммерсант-Weekly, 1996, № 43.

81. Коммерсант-Рейтинг, 1997 г. 29 апреля.

82. Рынки капиталов, 1996, № 27.

83. Рынок ценных бумаг, 1996, № 7.

84. Рынок ценных бумаг, 1997, № 13.86. Финансист, 1995, № 35.

85. Финансовая Газета, 1995-1997.

86. Экономика и Жизнь, 1995-1997.89. Эксперт, 1997, № 16.90. Эксперт, 1998, № 11.91. Эксперт, 1998, № 12.

87. Годовой отчет за 1995 г. Автобанка,

88. Годовой отчет за 1995 г. банка Российский Кредит,

89. Годовой отчет за 1995 г. Технобанка.

90. Годовой отчет за 1995 г. инвестиционной компании Ринако Плюс

91. Годовой отчет за 1995 г. инвестиционной компании Тройка Диалог.

92. Балансы и отчеты о прибылях и убытках за 1994, 1995 и 1996 гг. Автобанка.

93. Балансы и отчеты о прибылях и убытках за 1994, 1995 и 1996 гг. банка Российский Кредит

94. Балансы и отчеты о прибылях и убытках за 1994, 1995 и 1996 гг. Технобанка

95. Балансы и отчеты о прибылях и убытках за 1994, 1995 и 1996 гг. инвестиционной компании Ринако Плюс

96. Балансы и отчеты о прибылях и убытках за 1994, 1995 и 1996 гг. инвестиционной компании Тройка Диалог

97. Годовой отчет Межбанковского Финансового Дома (МФД) за 1995 г.

98. Годовой отчет Межбанковского Финансового Дома (МФД) за 1996 г.

99. Рынок расчетных форвардных контрактов (РФК на ГКО) в 1996 г. Годовой отчет Отдела срочного фондового рынка МФД.

100. Тройка Диалог. Российские долговые ценные бумаги, 1997. Июнь.

101. Merrill Lynch, Годовой отчет за 1995 г.

102. Coggan P. The Money Machine: How the City Works. L., Penguin, 1989.

103. Francis J.C. and Archer S.H. Portfolio Analysis, Prentice Hall, 1971.

104. Sharpe, W.F. Portfolio Theory and Capital Markets, McGraw-Hill, 1970.

105. Sharpe, William F., Alexander, Gordon J., Bailey, Jeffery V. Investments, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall, 1995.

106. Payment Systems in EC Member States. Prepared by an Ad Hoc Working Group on EC Payment Systems, September 1992.

107. Steiner M., Bruns C. Wertpapiermanagement. Stutgart, Schaefer Poeschel Verlag, 5. uebearbeitete und erweiterte Auflage, 1996.

108. Standard & Poor's Bond Guide, November 1993.

109. Moody's Bond Record, November 1993.

110. Statistical Abstract of the US, NY, 1991.

111. Moody's Industrial Manual, 1995.

112. Morgan E.V., Thomas W.A. The Stock Exchange: Its History and Functions.- London; Elecbook Ltd., 1969.

113. Gray B. Investors Chronicle. Beginners' Guide to Investment. L., Century Business, 2nd edition, revised and updated, 1993.

114. The Principal Stock Exchanges of the World. Their Operations, Structure and Development. Ed. By D.E.Spray. Washington, 1964.

115. The Guide to Domestic Bond Markets, L., 1993.

116. The Guide to World Equities, L.,1993.

117. International Bond Market, L., LIFFE Fact Sheets, 1995.

118. London Stock Exchange Fact Book, L., 1995.

119. Bueschgen Hans E. Das kleine Boersen-Lexikon. Dusseldorf, Verlag Wirtschaft und Finanzen GmbH, 20. aktualisierte Auflage, 1994.

120. Bankers Trust New York Corporation and Subsidiaries, Financial Review, 1996.

121. Citicorp Annual Report, 1995.

122. The HSBC Group. An International Banking and Financial Services Organisation, 1993.

123. Deutsche Bank. Annual Report for 1995.

124. DTB. The Deutsche Terminborse. Published by Deutsche Borse AG. Frankfurt/Main, 2nd revised edition, 1996.

125. Corporate, Investment & Emerging Markets Banking. Facts & Figures. -Published by ING Bank, 1995.

126. Report of the Managing Partners of BHF-Bank, 1993.

127. BHF-Bank. Annual Accounts 1995.

128. Federation of the German Stock Exchanges. Annual Report 1991. Frankfurt am Main, 1992.

129. Frankfurter Wertpapierboerse Aktiengesellschaft. History-Organisation-Operation. Published by Frankfurt Stock Exchange, July 1991.

130. Frankfurter Wertpapierboerse AG. Organisation und Arbeitsweise. Herausgegeben von der Frankfurter Wertpapierboerse AG, Maerz 1992.

131. Galerie. Besucherzeitung der Frankfurter Wertpapierboerse AG. Frankfurter Wertpapierboerse AG, 1992.

132. Banking Technology, June 1996.

133. Sharpe, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. Journal of Finance, Vol. 19, N 3 (September 1964).

134. Walter, John R. Firewalls, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quaterly, Vol. 82/4 (Fall 1996).

135. Diamond, Douglas W. Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Single Example. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quaterly, Vol. 82/3 (Summer 1996)

136. Zaitsev, Tom. Russian harmony. Futures and Options World, L., September 1996, pp. 40-43.

137. Institutional Investor, 1996, № 2.

138. The Wall Street Journal, April 24, 1995.

139. Financial Times, 1995-1997.