Петербургская Наталья Анатольевна. Повышение эффективности портфельного инвестирования на фондовом рынке России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 2000 139 с. РГБ ОД, 61:01-8/2239-4

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ОСОБЕННОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ И СУЩНОСТЬ ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ

1.1. Развитие рынка ценных бумаг и особенности портфельного инвестирования в современной России

1.2. Сущность фондового портфеля и его функции

ГЛАВА 2. ПОДГОТОВКА И УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЬНЫМ ИНВЕСТИРОВАНИЕМ

2.1. Подготовительный этап портфельного инвестирования

2.2. Процесс формирования фондового портфеля

ГЛАВА 3. СТРАТЕГИЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

3.1. Выбор стратегии портфельного инвестирования

3.2. Вопросы оптимизации структуры портфеля при его формировании

ЗАКЛЮЧЕНИЕ СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.**Интеграция российской экономической системы в единую мировую экономическую инфраструктуру предопределила для отечественных компаний объективную необходимость развития цивилизованных форм инвестирования капитала. Процессы акционирования, развития всех составных сегментов финансового рынка, создание его инфраструктуры явились основополагающими предпосылками для совершенствования инвестиционного процесса.

Множественные факторы становления предприятий на рельсы рыночных отношений выявили актуальность проблемы их включения в процесс инвестирования на фондовом рынке. Причины внешнего характера также сыграли направляющую роль в стремлении отечественных компаний выйти на финансовые рынки.

В многообразии факторов следует, прежде всего, выделить необходимость получения инвестиций на рынке ценных бумаг в условиях практического отсутствия выгодных возможностей инвестирования на других рынках. Известно, что неразвитость отечественного фондового рынка, несовершенство российского законодательства, отсутствие четкой регламентационной политики регулирующих финансовых органов, зачастую противоречивая система налогообложения, а также последствия экономического кризиса 1998 года (развитие инфляционных процессов, девальвация национальной валюты, сокращение инвестиционных потоков, кризис банковской

системы) не позволяют предприятиям эффективным образом осуществлять свою инвестиционную деятельность.

Данное научное исследование направлено па изучение возможных способов портфельного инвестирования на рынке ценных бумаг. Необходимо, прежде всего, выяснить природу такого понятия, как инвестиционный (а, следовательно, и фондовый) портфель, его сущность, юридическое обоснование данного понятия на основе российского законодательства. Исследование инвестиционной привлекательности объектов инвестирования с точки зрения эмитента и инвестора является необходимым условием принятия решения об организации инвестиционного процесса. В работе отражаются основные причины актуальности процесса портфельного инвестирования для отечественных компаний. Делается попытка выявить функции всех участвующих сторон, юридические аспекты их деятельности на российском рынке. Кроме того, представляется важным охарактеризовать риски и финансовые издержки, связанные с реализацией процесса.

Особо важными представляются также вопросы деятельности на самом рынке, оперативное реагирование на изменяющуюся конъюнктуру рынка, технический и фундаментальный анализ показателей эффективности инвестиций. Данное исследование направлено то, чтобы дать наиболее полное представление о сегодняшнем состоянии рынка, а также рекомендовать национальным инвесторам определенную последовательность действий для достижения поставленных перед ними целей, сформировать

направления деятельности компаний при организации инвестиционного процесса на рынке ценных бумаг, в том числе с помощью экономико-математических методов анализа результатов инвестирования. Диссертационное исследование также посвящено вопросам эффективности инвестиций в ценные бумаги, то есть оценке стоимости и доходности последних по их отдельным видам и категориям при формировании фондового портфеля.

**Степень разработанности проблемы**характеризуется отражением ее фундаментальных аспектов в трудах таких российских ученых, как Алексеев М.Ю., Алехин М.Ю., Белоглазова Г.Н., Буренин A.M., Колесников В.И., Кроливецкая Л.П. Леонтьев В.Е., Миркин Я.М., Михайлова Е.В., Молчанова О.А., Романовский М.В., Торкановский B.C., Фельдман А.Б. и др.

Конкретные прикладные проблемы формирования и управления портфелем ценных бумаг достаточно полно и всесторонне рассмотрены в работах таких российских ученых, как: Бочаров В.В., Касимов Ю.Ф., Коровин Е., Меркулов *Я.С..*Первозванские А.А. и Т.Н., Стоянова Е., Чесноков А.С, Четыркин Е.М и ряда других.

Большой вклад в разработку экономико-математических методов оценки эффективности портфельного инвестирования внесли работы выдающихся американских экономистов У. Шарпа и Е. Марковица, а также таких зарубежных экономистов как: Хелферт Эрик, Холт Р.Н., Хорн Дж. К. Ван, Шим Джейн К, Гитман Дж.Лоренс, Джонк Д. Майкл.

Вместе с тем, изучение теории и практики формирования инвестиционного портфеля как сложной системы показало, что

невозможно выработать стройную систему путем фрагментарного переноса и использования опыта различных развитых стран. Необходимо учитывать специфические экономические условия современной России. Это вызывает необходимость проведения более полного анализа портфельных теорий. Так, в период финансового кризиса инвестиционные компании стремятся активизировать работу в области формирования и реструктуризации инвестиционного портфеля. А это требует обучения инвесторов методам математического анализа, способам принятия решений о вложении денежных средств на основе предварительного изучения финансовых и инвестиционных документов. Не менее актуальной задачей является адаптация западной теории оптимального портфельного управления для современных российских условий.

Однако данные аспекты развития фондового рынка являются недостаточно изученными. Многие положения теории портфельного инвестирования требуют уточнения и дальнейшего теоретического осмысления и уточнения прикладных аспектов внедрения новых финансовых инструментов, оформления сделок купли-продажи на вторичном рынке, листинг, доверительное управление средствами клиентов.

Недостаточная разработка этих проблем, а также нехватка специалистов по оценке эффективности инвестиций в ценные бумаги, тормозит развитие рынка ценных бумаг и затрудняет процессы формирования портфельных инвесторов и управления фондовым портфелем.

Наличие комплекса указанных проолем в теоретическом и в практическом плане обусловило выбор темы исследования, ее актуальность, а также общую цель и основные задачи диссертации.

Анализ специальной литературы по теме диссертационного исследования показал, что, несмотря на многочисленность публикаций, в них отсутствует системный подход к исследованию именно российского опыта формирования и управления фондовым портфелем. В монографиях отмечаются лишь отдельные частные вопросы, связанные с формированием того или иного портфеля и поведением отдельных видов ценных бумаг. Вместе с тем, остаются недостаточно исследованными особенности теории портфельного инвестирования, двумерные и многомерные модели портфельного анализа. Практически отсутствуют солидные публикации, содержащие сравнительный анализ моделей портфельных инвестиций. Эти моменты определили актуальность темы исследования.

**Цель исследования**— на основе определения принципов формирования оптимального фондового портфеля сформулировать концепцию управления портфелем и разработать комплекс рекомендаций, направленных на совершенствование работы профессиональных участников рынка ценных бумаг.

**Основные задачи работы.**Исходя из сформулированной цели исследования, в диссертации поставлены следующие основные задачи: определить реальное значение рынка ценных бумаг для экономики страны;

ооозначить новые оошеэкономичсские, политические, социальные и иные факторы, оказывающие непосредственное влияние на инвестиционные процессы;

разработать механизмы формирования и управления портфелем ценных бумаг, приемлемые для российских условий;

обозначить существующие на российском фондовом рынке различного рода риски, определить их классификационную структуру, а также определить механизмы нивелирования влияния рисков;

обосновать эффективные методы защиты инвесторов, формирующих инвестиционный портфель;

разработать на основе проведенного анализа комплекс рекомендаций, направленных на совершенствование фондового рынка, улучшение инвестиционного климата, а также оптимизации портфельных инвестиций.

**Предметом**исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования и управления портфелем ценных бумаг для обеспечения эффективности его функционирования.

**Объектом**настоящего исследования стали экономические взаимоотношения участников рынка ценных бумаг Российской Федерации, анализ инвестиционных качеств ценных бумаг, а также процессы, связанные с формированием и управлением фондовым портфелем.

Исследование проводится на примере ведущих российских

компаний, имеющих опыт портфельных инвестиций на фондовом рынке. Исследуется деятельность петербургских и московских банковских и финансовых учреждений, паевых инвестиционных фондов и т.д.

**Методологической основой**исследования являются основные  
положения экономической теории, труды известных российских и  
зарубежных ученых, посвященных проблемам портфельного  
инвестирования, анализа операций, осуществляемых

профессиональными участниками фондового рынка и инвестиционных качеств ценных бумаг, обращающихся на рынке. В диссертации эмпирический и индуктивный методы исследования сочетаются с логико-диалектическим методом. Широко используются мегоды сравнительного анализа, а также агрегирования, математической статистики и разработки прогнозных оценок. Системный подход сочетается с методами экономико-математического моделирования.

В качестве информационной базы исследования использованы данные Госкомстата РФ, данные отчетов единовременных и периодических обследований, выполненных правительственными и неправительственными организациями.

Автор использовал большое количество законодательных и  
нормативных актов по вопросам организации и функционирования  
фондового рынка, справочных документов, монографий по рынку  
ценных бумаг и другой литературы. В работе использованы  
постановления правительственных органов, действующие

инструктивные, методические и справочные материалы,

*<>*

опубликованные в статистических соорниках Госкомстата РФ, Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Российской торговой системы (РТС), а также в периодических изданиях.

Особое внимание было уделено теоретическим материалам, бюллетеням, статистическим данным и пресс-релизам известных мировых финансовых учреждений. В работе рассматривались Гражданский Кодекс РФ, закон "О рынке ценных бумаг", "Об акционерных обществах", положения и письма Федеральной Комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ). Работа также опирается на выводы из докладов экспертов главных операторов данного рынка, официальные документы петербургских коммерческих банков.

Особое внимание обращалось на законодательное обеспечение российского рынка. В сложных экономических условиях автор подчеркиваег значение, которое имеет для стабильного развития рынка ценных бумаг дальнейшее совершенствование его нормативно-законодательного обеспечения.

**Научная новизна**результатов, полученных в ходе исследования, заключается в следующем:

на основе изучения отечественной и зарубежной литературы дополнено определение портфеля ценных бумаг;

обоснован алгоритм формирования портфеля ценных бумаг с учетом сложившейся ситуации на российском фондовом рынке;

представлен ряд рекомендаций по формированию портфеля ценных бумаг:

**К)**

дополнена традиционная классификация рисков в процессе инвестирования с учетом сегодняшнего состояния российского фондового рынка;

предложен ряд практических рекомендаций портфельным инвесторам, на основе проведенного анализа состояния российского фондового рынка;

обоснованы рекомендации по совершенствованию технологии формирования портфеля ценных бумаг с учетом основных его характеристик (доходности и риска) и состояния российского фондового рынка;

дана классификация этапов формирования портфеля ценных бумаг, проанализировано значение каждого этапа и дан комплекс рекомендаций по каждому из них с учетом нынешнего состояния фондового рынка;

с учетом опыта формирования и управления портфелем ценных бумаг развитых стран, показана возможность его использования в современных условиях российского рынка; на основе этого, сделана попытка обоснования системы формирования портфеля, адаптированная к этим условиям.

В процессе написания диссертационной работы решен ряд технологических и технических вопросов становления и развития процессов формирования и управления портфелем ценных бумаг на современном этапе.

**Практическая значимость работы**заключается в том, что сделанные автором выводы и полученные результаты могут быть

учтены и использованы при дальнейшей разработке концептуальных основ теории портфельного инвестирования в условиях финансового кризиса и повышенных финансовых рисков, при разработке предложений по созданию и внедрению более эффективных финансовых инструментов и технологий, а также форм управления капиталом, при разработке механизмов формирования и управления портфелем ценных бумаг, сформированного профессиональным участником рынка.

В период проведения исследования также выделены некоторые ориентиры для деятельности профессиональных инвесторов при формировании и управлении портфелем ценных бумаг. Практические рекомендации, содержащиеся в этом исследовании, были использованы в деятельности инвестиционных компаний Санкт-Петербурга (ЗАО "ИК Акцент" и ЗАО "ИК ФИНЕК") и дали экономический эффект.

Теоретические результаты исследования используются в СПбГУЭиФ в процессе преподавания учебных курсов: "Ценные бумаги и биржевое дело", "Деньги и ценные бумаги", "Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами".

Кроме того, результаты исследования использовались автором при написании главы учебника "Ценные бумаги", а также при подготовке рабочей программы по спецкурсу "Бухгалтерский учет операций с цепными бумагами".

**Апробация результатов исследования.**

Рассмотренные в диссертации теоретические и методологические положения, сделанные автором выводы и рекомендации основываются

на анализе и обоощении результатов исследований и разработок, выполненных автором в период 1995 - 2000 годов.

Отдельные положения докладывались автором на различных конференциях, в частности, на четырех научных сессиях профессорско-преподавательского состава в СПбГУЭиФ, на 2-й Всероссийской научно-практической конференции "Прогнозирование экономической конъюнктуры в системах маркетинга" (Ульяновск, 1999 год), с опубликованием соответствующих тезисов.

Некоторые содержащиеся в диссертации положения были опубликованы в статьях и учебнике общим объемом 3,6 п. л.

**Структура диссертационной работы.**

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы.

Во Введении изложены актуальность исследования, цели и задачи работы, научная новизна и практическая значимость. В первой главе вводится понятие инвестиционного портфеля, дается его сущность, формулируются цели и задачи, делается анализ состояния российского рынка ценных бумаг. Во второй главе подробно рассматриваются тактика и стратегия инвестиционной компании при формировании и управлении портфелем, даются конкретные рекомендации. В главе освещаются проблемы снижения различного рода рисков и способы диверсификации фондового портфеля. Учитывая реальную ситуацию на фондовом рынке, проанализирован вопрос управления фондовым портфелем в условиях финансового кризиса. В третьей главе освещены вопросы выбора стратегии портфельного инвестирования, а так же

оптимизации структуры портфеля при его формировании.

В Заключении приведены основные результаты исследования, а также выводы и рекомендации.

## Развитие рынка ценных бумаг и особенности портфельного инвестирования в современной России

Преобразование управления Российской экономикой, изменение условий хозяйствования промышленных предприятий, формирование и становление системы финансово-кредитных институтов, развитие новых форм предпринимательской деятельности предопределили необходимость воссоздания рынка ценных бумаг как эффективного механизма привлечения инвестиций (в частности предприятиями в целях развития производства) и мощного механизма перераспределения денежных ресурсов.

Специфика развития российской экономики последнего десятилетия оказала значительное влияние на формирование российского рынка ценных бумаг.

Фондовый рынок России отличается от рынков стран с развитой рыночной экономикой и по своей структуре, и по составу инструментов, используемых, в частности, для портфельного инвестирования.

Формирование состава инструментов современного российского рынка ценных бумаг и "первичных" портфелей происходило под влиянием ряда глубинных масштабных процессов, происходивших в экономике страны. Взаимосвязь между происходившими макроэкономическими процессами, которые возможно охарактеризовать как элементы государственного регулирования на финансовом рынке, и созданными ими финансовыми инструментами можно проследить на схеме .

Первым из указанных элементов можно отметить приватизацию и акционирование.

В процессе преобразования государственных предприятий в акционерные общества путем приватизации появляются на рынке такие виды ценных бумаг как обыкновенные и привилегированные акции, в том числе привилегированные акции типа А и Б.

Привилегированные акции типа А предназначались для бесплатной передачи членам трудовых коллективов приватизируемых предприятий. Доля их в уставном капитале не должна была превышать 25%. Владельцы таких акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда. Сумма дивидендов по акции типа А установлена в размере 10% чистой прибыли предприятия, деленной на число акций, которые составляют 25% уставного капитала. При этом если сумма дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям в определенном году, превышает сумму, которая подлежит выплате по акциям типа А, то размер дивидендов, выплачиваемых по последним, должен быть увеличен до размера дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям. Привилегированные акции типа А не дают права голоса, исключая голосование по вопросам, затрагивающим права их владельцев. В уставах ряда предприятий (например, АО "Кировский завод") была предусмотрена автоматическая конвертация привилегированных акций типа А в обыкновенные при продаже.

## Подготовительный этап портфельного инвестирования

В процессе принятия решения необходимо обеспечить своевременный доступ к возможно большему количеству значимой информации, включая данные непосредственно о конъюнктуре рынка, и сведения, способные косвенно влиять на нее как в ближайшей, так и в отдаленной перспективе. При принятии инвестиционного решения, как правило, используется не только текущая информация, но и данные за более ранние периоды времени, статистические данные. В силу этого первостепенным в процессе проектирования инвестиционного решения становится управление информацией, включающее накопление, сортировку, хранение, архивирование, поиск, удобное и наглядное представление данных.

Для обработки поступающей информации должны использоваться не только стандартные программные средства, но и широкий ряд дополнительных аналитических инструментов - от программ технического анализа ценовых графиков до средств фундаментального анализа предприятий, отраслей, включающих оценку их инвестиционной привлекательное! и и эффективности проектных капиталовложений. Кроме программных средств к системе обработки информации следует отнести применяемые подходы экспертного прогнозирования. Таким образом, математические и экономические выкладки служат основой для окончательного вынесения экспертами решения, как правило, в виде прогнозных сценариев. Окончательное оформление инвестиционного решения на основе прогнозов делается путем использования оптимизационных алгоритмов управления структурой инвестиционного портфеля или управления рисками.

Следует отметить, что анализ ситуации на рынке ценных бумаг должен производиться регулярно. Предметом анализа должны быть как общая тенденция (динамика) ключевых показателей состояния фондового рынка (уровень процентной ставки, биржевые индексы акций, темпы роста цен, производства и потребления и так далее), так и основные инвестиционные параметры (динамика цен, доходности, ликвидности и надежности отдельных ценных бумаг, зависящая от состояния дел их эмитентов и связанных с этим факторов).

В зависимости от преследуемых целей и сроков проведения может использоваться ретроспективный (анализ данных за прошедший период), перспективный (прогнозирование тенденции), сравнительный и оперативный (проводимый в процессе регулирования деятельности) анализ. Главные направления аналитической работы.

## Выбор стратегии портфельного инвестирования

Основная цель стратегии активного формирования портфеля -получение дохода, уровень которого будет выше среднего уровня, сложившегося на рынке, при сохранении того же уровня риска портфеля. За среднерыночный уровень чаще всего берется индекс рынка, который согласно теории Шарпа должен отвечать следующим требованиям: представляемый индексом портфель должен быть хорошо диверсифицированным, т.е. число входящих в него ценных бумаг должно быть достаточно велико и редко пересматриваться. Издержки на приобретение такого портфеля должны быть небольшими и индекс должен постоянно публиковаться.

Говоря об активном стратегическом формировании портфелей, рассмотрим более подробно два его направления: прогнозирование и свопинг.

Стратегия прогнозирования основывается на построении инвестором прогнозов направления, величины и моментов изменений рыночного процента. На основе этих прогнозов происходит формирование портфеля и, в последующем, изменения его структуры. Особенно успешно этот вид стратегии может применяться теми инвесторами, которые располагают дополнительной информацией, которой нет у других участников рынка. Стратегия свопинга подразумевает постоянный обмен, ротацию ценных бумаг через рынок. Инвестор постоянно отслеживает все изменения структуры фондового рынка. При появлении на рынке более выгодных бумаг они покупаются, а бумаги, ранее включенные в портфель, при падении их эффективности продаются. Как часть активной стратегии может использоваться также арбитраж, когда отдельные небольшие временные расхождения курсов между отдельными рынками либо их сегментами используются для получения прибыли. Другой вариант — поиск недооцененных бумаг (например, в расчете на единицу производимых эмитентом нефти, металла и т.п. в сравнении с ценными бумагами аналогичных предприятий). Выигрыш достигается не столько за счет диверсификации портфеля, сколько за счет покупки ценных бумаг на нижних точках текущих колебаний курсовой стоимости и продажи их на верхних точках.