Дементьев Иван Николаевич. Управление инвестиционным портфелем акционерных обществ : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2000 185 c. РГБ ОД, 61:01-8/2152-5

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Экономическое содержание и назначение портфельных инвестиций 9

1.1. Система государственного регулирования рынка инвестиций 9

1.2. Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий 29

1.3. Концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества (АО) 37

Глава 2. Основные принципы формирования инвестиционного портфеля акционерного общества в современной России 52

2.1. Основные модели классического портфельного инвестирования 52

2.2. Цель и задачи управления инвестиционным портфелем акционерного общества 61

2.3. Методы оптимизации инвестиционного портфеля 68

2.4. Оценка эффективности (доходности) инвестиционного портфеля 80

2.5. Мониторинг инвестиционного портфеля 87

Глава 3. Управление портфелем ценных бумаг и методы его оптимизации 102

3.1. Роль инвестиционного портфеля в мобилизации денежных ресурсов 102

3.2. Методы снижения рисков инвестиционного портфеля 116

3.3. Особенности управления инвестиционным портфелем в акционерных обществах-банках 142

Заключение 160

Список литературы

**Введение к работе**

Экономические преобразования в России ориентированы на развитие рыночных отношений и регуляторов, а также на создание эффективной системы функционирования рынка капитала.

Одной из важных тенденций реформирования предприятий становится формирование корпоративных структур, оформленных в форме акционерных обществ, холдингов и финансово-промышленных групп. Поэтому актуальна проблема управления их инвестиционным портфелем, состоящим и из реальных финансовых активов.

Выражение части капитала предприятий в форме финансовых активов (вложений) предполагает функционирование развитого рынка ценных бумаг как эффективного инструмента привлечения инвестиций на производственные и научно-технические цели.

Долговременные и оперативные решения определяются составом инструментов фондового рынка, наличием профессиональных участников, предоставляющих различные услуги инвесторам, разработкой законодательной базы, регламентирующей взаимоотношения между участниками рынка.

Степень развития указанных элементов и форм их взаимодействия в рамках инвестиционного процесса определяют эффективность функционирования рынка ценных бумаг и возможность достижения целей, поставленных его участниками.

Финансовый кризис, начавшийся в России в августе-сентябре 1998 года проявился прежде всего в девальвации рубля, реструктуризации государственного долга, сужении сферы использования корпоративных ценных бумаг, падении их котировок, уменьшении объема торгов и количества эмитентов.

Вместе с тем кризис усилил стратегическую роль фондового рынка в привлечении и перераспределении денежных ресурсов эмитентов и инвесторов, особенно в условиях дефицита бюджетов всех уровней и банкротства многих крупных банков, считавшихся достаточно надежными и финансово устойчивыми.

Следовательно, необходим поиск путей целенаправленного использования возможностей фондового рынка, ориентированного на преодоление кризисной ситуации в экономике России. Изучением управления портфельными инвестициями занимались многие зарубежные авторы: Р. Брей-ли, Ю. Бригхэм, Ван Хорн, Л. Гапенски, Л. Гитман, С. Майерс, М. Миллер, У. Шарп и др. В России- М.Ю. Алексеев, И.Т. Балабанов, В.В. Ковалев, В.И. Колесников, Я.М. Миркин, Е.С. Стоянов, М.В. Романовский, Л.Н. Павлова, B.C. Торкановский и др.

В работах этих авторов обобщен опыт функционирования рынка ценных бумаг в России, операций с фондовыми инструментами на первичном и вторичном рынках.

Однако недостаточно полно освещены вопросы управления инвестиционным портфелем на уровне акционерных обществ в России. Цель данной работы- исследовать состояние и перспективы развития портфельных инвестиций и методы управления на уровне эмитентов и инвесторов.

В соответствии с поставленной целью определены следующие задачи:

• Раскрыть систему государственного регулирования рынка инвестиций и определить важнейшие термины, используемые при оценке его эффективности;

• Сформулировать основные типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных стратегий;

• Раскрыть концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерных обществ;

• Сформулировать методы оптимизации инвестиционного портфеля на основе показателей доходности, безопасности и ликвидности;

• Изучить действующую систему мониторинга портфелем ценных бумаг и дать рекомендации по улучшению его оперативного анализа и контроля;

• Проанализировать важнейшие методы нейтрализации финансовых рисков инвестиционного портфеля;

• Раскрыть особенности управления инвестиционным портфелем в акционерных обществах-банках.

Предмет исследования - экономические отношения между участниками фондового рынка в процессе формирования и управления инвестиционным портфелем.

Объект исследования - деятельность акционерных обществ по созданию и управлению инвестиционным портфелем.

Методологической основой диссертации послужили результаты фундаментальных и прикладных исследований в области операций, осуществляемых профессиональными участниками на фондовом рынке.

Теорвікческой и информационной базой исследования являются труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов. Автор использовал большое количество законодательных и нормативных актов по вопросам организации и функционирования фондового рынка, монографии по данной проблеме. В диссертации использованы Постановления Правительства РФ, а также инструктивные материалы Центрального Банка России, Минфина РФ, Минналогслужбы РФ, а. также справочные материалы, опубликованные Госкомстатом РФ в периодических изданиях.

В основу методов исследования положен диалектический подход, который предполагает изучение экономических явлений в их непрерывном развитии и взаимосвязи. Широко использовались системный анализ, сравнение и обобщение, логический анализ и синтез. Исследование осуществлялось с применением принципов системного подхода, приемов сравнительного и экономико-статистического анализа.

Научная новизна результатов, полученных в ходе исследования, выражается в следующем:

• на основе изучения трудов отечественных и зарубежных ученых-экономистов уточнены и классифицированы ключевые термины, используемые в инвестиционном процессе;

• на базе анализа инвестиционного процесса в России выявлены и проанализированы основные факторы, влияющие на темпы роста и пропорции реальных и портфельных инвестиций в России и предложена их классификация;

• по-новому освещены вопросы выбора финансовых активов для включения их в инвестиционный портфель по критериям доходности, ликвидности и безопасности;

• разработаны методические вопросы оценки стоимости и доходности инвестиционного портфеля;

• даны рекомендации по организации мониторинга портфеля ценных бумаг;

• предложена новая классификация финансовых рисков в инвестиционном процессе и даны рекомендации по их снижению;

• проанализирована ситуация на фондовом рынке России и даны рекомендации по формированию и управлению инвестиционным портфелем в условиях финансового кризиса;

• раскрыты особенности формирования инвестиционного портфеля в акционерных коммерческих банках. Практическое значение настоящего исследования заключается в том, что ее результаты способствуют созданию и внедрению более эффективных фондовых инструментов и технологий, а также форм управления инвестиционным портфелем в акционерных обществах современной России. Практические рекомендации, которые содержатся в диссертации были внедрены в ЗАО КБ «Московский резервный банк», а также в ЗАО АКБ "Банкирский дом".

Результаты исследования докладывались на научных сессиях профессорско-преподавательского состава СПбГУЭФ - в 1996-1999 годах и опубликованы в ученых записках СПбГУЭФ в 2000 году. Теоретическая и практическая значимость диссертации состоит в том, что она представляет собой комплексное и завершенное научное исследование актуальной проблемы формирования и управления инвестиционным портфелем акционерных обществ в России.

Структура диссертационной работы Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений.

Первая глава посвящена исследованию экономического содержания и назначения портфельных инвестиций. В данной главе раскрыт макроэкономический аспект государственного регулирования рынка инвестиционных товаров, а также дается концептуальный подход к управлению портфелем ценных бумаг акционерного общества

Во второй главе рассматриваются в теоретическом и практическом аспектах важнейшие принципы формирования инвестиционного портфеля российских акционерных обществ, приводятся методы оптимизации данного портфеля и оценка его эффективности (доходности). Третья глава содержит исследование методов оценки и снижения финансовых рисков инвестиционного портфеля при управлении им как эмитентами, так и инвесторами.

В заключении обобщены результаты исследования и сформированы основные выводы и рекомендации.

## Система государственного регулирования рынка инвестиций

В современной России острейшей проблемой является формирование и эффективное вложение капитала для его последующего преумножения или инвестирования. Экономическая природа инвестиций обусловлена закономерностями процесса расширенного воспроизводства и заключается в использовании части валового внутреннего продукта для увеличения количества и качества всех элементов производительных сил общества.

Источник инвестиций на макроуровне - фонд накопления, или сберегаемая часть национального дохода, направляемая на увеличение и развитие факторов производства, а также фонд возмещения, используемый для обновления изношенных средств производства в форме амортизационных отчислений. Все инвестиционные составляющие формируют таким образом структуру средств, которая непосредственно влияет на эффективность инвестиционных процессов и темпы расширенного воспроизводства.

Если из общего объема инвестиций или "валовых инвестиций" (ВИ) вычесть амортизационные отчисления (АО), то полученные "чистые инвестиции" (ЧИ) будут представлять собой вложение средств во вновь создаваемые основные производственные фонды и обновляемый производственный потенциал. При этом возможно возникновение следующих макроэкономических пропорций:

1) ЧИ 0 или ВИ АО, что приводит к снижению производственного потенциала, падению объемов выпуска продукции ( в физическом выражении), ухудшению состояния экономики страны в целом;

2) ЧИ=0 или ВИ=АО, что свидетельствует об отсутствии экономического роста (депрессии);

3) ЧИ 0 или ВИ АО, что обеспечивает расширенное воспроизводство, экономический рост за счет роста доходов, темпы которых превышают темпы увеличения объема чистых инвестиций.

Термин инвестиции происходит от латинского слова "invest", что означает вкладывать. В более широкой трактовке они выражают вложения капитала с целью его последующего увеличения. При этом прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточным, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его риск и возместить потери от инфляции в будущем периоде. В зарубежной и отечественной финансовой литературе можно встретить различные определения инвестиций. Так, Л.Д. Гитман и М.Д. Джонк полагают, что инвестиции - это способ помещения капитала, который должен обеспечить сохранение или возрастание стоимости капитала и (или) принести положительную величину дохода" . Авторы правильно полагают, что свободные денежные средства - не инвестиции, так как ценность наличных денежных средств может быть обесценена инфляцией и они не могут обеспечить никакого дохода.

## Основные модели классического портфельного инвестирования

Переход России к регулируемой и социально-ориентированной рыночной экономике обусловил возможность и необходимость внедрения на отечественных предприятиях элементов финансового менеджмента. На целесообразность положительного решения данной проблемы указывалось в Постановлении Правительства РФ «О реформировании предприятий и иных коммерческих организаций», от 30.10.1997 г. №1373 К числу наиболее характерных для предприятий проблем, препятствующих их эффективной работе, относятся:

1) отсутствие стратегических целей и ориентация на краткосрочные результаты в ущерб долгосрочным;

2) недостаточные знания конъюнктуры рынка, включая и фондовый рынок;

3) низкий уровень квалификации менеджеров, отсутствие трудовой мотивации персонала;

4) неэффективность финансового менеджмента, включая и управление издержками производства;

5) недостаточный уровень уставного капитала акционерных обществ, препятствующий полному выполнению главной функции:

- обеспечение минимальной гарантии удовлетворения возможных требований кредиторов. Так на начало 1996 г. более 85% АО имели уставной капитал не менее 100 тыс. руб. и только у 3% таких обществ уставной капитал превышал 1 млн. руб. (в новых ценах).

Объектом изучения финансового менеджмента является:

1 «Экономика и жизнь», 1997 г., №46. - управление финансовыми ресурсами, активами и пассивами, а также денежными потоками корпорации;

- финансовый анализ бухгалтерской отчетности;

- финансовое планирование и прогнозирование;

- дивидендная и инвестиционная политика;

- управление финансовыми рисками и др.

В условиях нестабильной экономической конъюнктуры, значительного рыночного риска, непредсказуемости налогового законодательства и высокой инфляции в России, собственники и менеджеры часто имеют различные интересы в вопросах регулирования дохода (прибыли) АО, увеличения дивидендных выплат акционерам, контроля за курсовой стоимостью акций, инвестиционной и финансовой политики. Эти направления деятельности финансовых менеджеров (директоров) в какой-то мере регулируются и контролируются с помощью универсальных методов, выработанных рыночной практикой и интегрированных в науке «финансовый менеджмент» в единую и приемлемую для практической работы систему.

В теорию финансового менеджмента, разработанную учеными-экономистами индустриально развитых стран Запада, включаются: Во-первых, анализ дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, DCF). Так как почти все финансовые решения связаны с оценкой прогнозируемых денежных потоков, анализ DCF имеет практическое значение. Впервые концепция DCF была разработана Д.Б. Уильямсом, а М.Д. Гордон первым принял этот метод для управления финансами корпораций. Анализ DCF основан на понятии временной стоимости денег.

Денежная единица сегодня имеет большую ценность по сравнению с денежной единицей, которая может быть получена через определенное время. Это связано с тем, что денежная единица может быть инвестирована сегодня в материальные или финансовые активы для получения дополнительного дохода в будущем.

## Роль инвестиционного портфеля в мобилизации денежных ресурсов

В условиях товарного (рыночного) хозяйства бесперебойное формирование финансовых ресурсов, а также их эффективное использование достигается с помощью финансового рынка. Он представляет собой форму организации движения денежных средств в народном хозяйстве и функционирует в виде рынка ценных бумаг и рынка ссудного капитала.

Объективной предпосылкой функционирования финансового рынка является несовпадение потребностей в финансовых ресурсах у хозяйствующих субъектов с наличием источников покрытия данных потребностей.

На практике свободные денежные средства могут быть в наличии у одних владельцев (инвесторов), а инвестиционные потребности возникают у других субъектов рынка (заемщиков).

Для мобилизации временно свободных денежных средств и рационального их использования и предназначен финансовый рынок. Его функциональное назначение заключается в посредничестве движению денежных ресурсов от их владельцев к пользователям (от инвесторов к эмитентам).

Владельцами выступают юридические лица и граждане, накапливающие у себя денежные средства для последующего инвестирования в капитальные или финансовые активы. Частные лица (домашние хозяйства) осуществляют вложения своих сбережений либо непосредственно (индивидуальным способом), либо через финансовых посредников (финансово-кредитные институты).

В роли заемщиков выступают хозяйствующие субъекты, вкладывающие полученные с финансового рынка денежные средства в различные объекты предпринимательской деятельности (например: расширение производства товаров и услуг) с целью извлечения дополнительной прибыли (дохода).

Функционирование финансового рынка неразрывно связано с наличием в народном хозяйстве реальных собственников, обладающих действительной хозяйственной самостоятельностью. Только такие независимые собственники способны заключать на финансовом рынке коммерческие сделки и предъявлять спрос на фондовые инструменты в обмен на деньги.

Большинство зарубежных и отечественных ученых-экономистов, определяя экономическую природу финансового рынка, исходят из целевого назначения и выполняемых им функций.

Так, Ван Хорн отмечал: «Назначение финансовых рынков - эффективное распределение накоплений между конечными потребителями» . Экономика могла бы процветать и без финансовых рынков, если бы одни и те же хозяйствующие субъекты сберегали средства и мобилизовали капитал для ее развития. Однако в современном хозяйстве субъекты рынка, занимающиеся преимущественно мобилизацией капитала, используют для инвестиций в реальные активы больше средств, чем сберегают. С другой стороны, домашние хозяйства накапливают больше средств, чем расходуют на цели потребления. Следовательно, чем выше разрыв между объемами предлагаемых инвестиций и сбережений, тем актуальнее необходимость существования эффективного финансового рынка для распределения сбережений между конечными потребителями. Согласование интересов конечного инвестора и конечного владельца денежных средств осуществляется оптимальным образом и с минимальными затратами на финансовом рынке. Эффективный финансовый рынок абсолютно необходим для обеспечения адекватного объема свободного капитала и поддержания экономического роста государства. При отсутствии финансовых активов, кроме денег, субъекты рынка могли бы инвестировать не больше, чем накоплено, поэтому их финансовая активность оказалась бы ограниченной. Если же размер, намечаемых реальных инвестиций превышает сумму текущих сбережений, то субъекты рынка вынуждены были бы отложить их осуществление до накопления необходимых денежных средств. Вследствие отсутствия финансирования хозяйствующим субъектам (предприятиям и корпорациям), не располагающим достаточным капиталом, пришлось бы отложить или отказаться от реализации многих высокодоходных проектов. Данная ситуация характерна для экономики России, отличающейся острым дефицитом инвестиционных ресурсов для вложения их в реальные активы (здания, сооружения и оборудование).

В переводной и отечественной экономической литературе можно встретить различные определения финансового рынка. Так, Гитман Л.Д. и Джонк М.Д. трактуют финансовые рынки как «механизм, объединяющий тех, кто предлагает финансовые ресурсы, с тем, кто их ищет для заключения сделок, как правило, при помощи посредников, таких, как «фондовые биржи»." Под финансовым рынком они понимали только рынок акций, облигаций и опционов. Их общей чертой является то, что цена каждого финансового инструмента в любой момент времени находится в точке равновесия спроса и предложения.