Исаева Халимат Далгатовна. Управление портфельным инвестированием в условиях становления фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Махачкала, 2004 150 c. РГБ ОД, 61:05-8/2120

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. РОЛЬ ФОНДОВОГО РЫНКА В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЦЕССЕ 8

1.1. Фондовый рынок и инвестиционная деятельность 8

1.2. Развитие и значение рынка ценных бумаг в России 17

1.3. Современное состояние инвестиционной активности и особенности рынка ценных бумаг в республике Дагестан 30

ГЛАВА 2. ПОРТФЕЛЬНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ И ОПТИМИЗАЦИЯ ПРОЦЕССА КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ 49

2.1. Портфельное инвестирование, методы фондового анализа и хеджирование капитала инвестором 49

2.2. Портфельные риски и их диверсификация 64

2.3. Портфельная оптимизация и основные принципы эффективной деятельности портфельного инвестора 75

ГЛАВА 3. УПРАВЛЕНИЕ ПРОЦЕССОМ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ 98

3.1. Совершенствование деятельности основных фондовых институтов 98

3.2. Использование фондовых инструментов в стимулировании инвестиционной активности реального сектора экономики 107

3.3. Совершенствование законодательной, регламентации портфельного инвестирования 123

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 134

ЛИТЕРАТУРА 137

ПРИЛОЖЕНИЯ 147

**Введение к работе**

*Актуальность исследования*определяется необходимостью эффективного проведения структурной перестройки экономики. Решение данной проблемы требует наличия адекватных ресурсов, в первую очередь инвестиционных, как в материально-вещественной, так и в финансово-денежной форме. Необходимо вовлекать в инвестиционный процесс, а, следовательно, в структурную перестройку экономики, всех потенциальных инвесторов, включая и тех, кто имеет хотя бы минимальные сбережения, но в массе своей может представить огромные инвестиционные ресурсы. В рыночной экономике функция аккумулирования денежных средств реализуется профессиональными участниками, формирующими инвестиционную политику.

Несовершенство российского фондового рынка не позволило воплотить в жизнь многие теоретические модели и зарекомендовавшие себя в мировой практике способы управления инвестиционным портфелем. Связано это, в первую очередь, с тем, что российский фондовый рынок находится на начальном этапе своего развития, однако можно утверждать, что будущее экономики в плане привлечения средств в реальный сектор именно за фондовым рынком. Отсюда необходимость разработок, направленных на формирование оптимального инвестиционного портфеля и совершенствование управления портфельным инвестированием применительно к условиям современного российского фондового рынка.

Все вышеперечисленные проблемные аспекты инвестиционной политики в современной России и обуславливают актуальность выбранной темы диссертационного исследования. Проведение указанных исследований особенно важно для такого дотационного региона, как Республика Дагестан, где неразвитость фондового рынка не позволяет аккумулировать и вовлекать в хозяйственный оборот дополнительные инвестиционные ресурсы.

*Степень научной разработанности проблемы.*В современной экономической литературе имеется значительное число фундаментальных теоретических трудов, посвященных анализу состояния и определению перепек-

**4**тив развития фондового рынка, отдельных его сегментов и секторов, а также управления инвестиционными процессами. Ключевую роль при определении проблемной области и постановке целей и задач диссертации сыграли научные труды известных отечественных и зарубежных ученых, в которых нашли отражение теоретические вопросы управления портфельным инвестированием: Алексеева М.Ю., Александера Г.Дж., Алехина Б.И., Бейли В., О'Брайена Дж., Брю С.Л, Гитмана Дж., Макконнелла К.Р., Марковича Г., Миркина *Я.,*Рух-лова А., Рэдхарда К., Тихомирова Н., Тобина Дж., Торкановского В., Шарпа У,, Чеснокова А., Чугунова А. и других, а также работы Алиева В., Гаджиева А., Гусейнова А., Ильясова С, Казимагомедова А. и ряда других авторов, исследующих данную проблему в региональном аспекте.

Вместе с тем наличие большого числа научных работ, посвященных управлению инвестиционным портфелем, не исключает необходимости дальнейших исследований в этой области, в частности прикладных аспектов, связанных с изучением вопросов совершенствования управления портфельным инвестированием в условиях неразвитых рыночных отношений с целью повышения эффективности реального сектора экономики, как страны в целом, так и ее отдельных регионов. Именно из этого и исходил автор при определении цели предпринятого исследования.

*Цель и задачи исследования.*В диссертации поставлена цель на основе комплексного анализа состояния и тенденций развития российского фондового рынка, особенностей его функционирования обосновать основные направления оптимизации деятельности портфельных инвесторов в условиях повышенных инвестиционных рисков и предложить систему мероприятий по совершенствованию управления портфельным инвестированием.

Поставленная цель реализуется в процессе решения следующих *задач:*

- выяснить и обосновать тенденции развития фондового рынка в России в целом и в Республике Дагестан, в частности, и на этой основе определить перспективы развития инвестиционных процессов;

разработать предложения по совершенствованию процесса управления фондовым портфелем в условиях развивающегося фондового рынка;

определить приоритетные направления портфельной оптимизации и разработать основные принципы эффективной деятельности портфельного инвестора;

выявить, систематизировать и оценить инвестиционные риски, характерные для развивающихся региональных рынков;

обосновать механизмы оценки и принятия инвестиционного решения субъектами рыночного хозяйствования по формированию оптимального портфеля ценных бумаг.

*Объектом исследования*является инвестиционная деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг России и Республики Дагестан в условиях развивающегося фондового рынка.

*Предметом исследования*являются теоретические, методические и организационные вопросы оптимизации и совершенствования управления портфельными инвестициями.

*Теоретическая, методологическая и информационная база диссертационного исследования.*Диссертационное исследование опирается на базовые положения теории рыночной экономики, анализа фондового рынка и управления инвестиционными процессами. При написании работы использованы методы математической статистики и оптимального программирования, а также инструменты изучения динамики рынка, предложенные и обоснованные рядом отечественных и зарубежных ученых.

Методический аппарат диссертации в части экономико-математического моделирования, поставленных в ходе исследования различных задач, сложился под воздействием теоретических взглядов, содержащихся в работах Баканова М, Бергера Ф., Блохиной Т., Бойда Б., Буренина А., Вейсвеллера Р., Гафурова С, Едроновой В., Илларионова А., Касимова Ю., Первозванского А., Четыркина Е., Шеремета А.} Энджела Л. и других.

Информационной базой для расчетов послужили данные государственной статистики, бюджетных и специальных единовременных обследований аналити-

ческой группы журнала «Эксперт», материалы экономического анализа, проведенного экспертным институтом «Инвестиции в России» совместно ММВБ и Национальным институтом корпоративной реформы, анализа ЦБ РФ международных инвестиционных позиций России, аналитические материалы Госкомстата РФ и Комитета по статистике РД, а также данные инвестиционного анализа НБ РД ЦБ РФ и отдельных предприятий Дагестана. Расчеты производились с помощью следующего программного обеспечения: Microsoft Excel, Statistika for Widnows.

***Научная новизна исследования***заключается в разработке теоретико-методологических положений, обосновании методических основ и выработке практических предложений по совершенствованию управления портфельным инвестированием в условиях развивающегося фондового рынка.

*Основные результаты, определяющие научную новизну исследования, заключаются в следующем:*

- обоснованы основные элементы управления портфельным инвестированием, которые включают оценку приоритетов инвестиционной политики, выявление краткосрочных и долгосрочных потребностей инвестора, анализ ожидаемой конъюнктуры при создании конкретного портфеля, выполнение плана формирования портфеля ценных бумаг, исследование соответствия потребностей инвестора минимально заданному риску;

выявлены особенности становления фондового рынка Республики Дагестан, предложены организационно-экономические решения, следование которым приведет к росту портфельных инвестиций и повышению роли стратегического институционального инвестирования в регионе;

предложена методика оценки уровня совокупного риска портфеля ценных бумаг, позволяющая на основе сопоставления экспертных оценок и ряда финансовых показателей деятельности предприятий выявить альтернативные варианты инвестирования в ценные бумаги с точки зрения максимизации эффективности и минимизации риска одновременно;

сформулированы практические рекомендации по оптимизации принятия инвестиционного решения в условиях повышенных рисков;

обоснованы методы хеджирования инвестиционного капитала посредством определения оптимального набора ценных бумаг в портфеле;

на основе системного анализа правовой и нормативной базы в области портфельного инвестирования выявлены причины, которые препятствуют полноценному раскрытию инвестиционных возможностей фондового рынка.

*Практическая и теоретическая значимость*результатов исследования состоит в том, что предложенные в работе подходы, методы и модели позволяют использовать их в практике хозяйствования для развития фондового рынка и совершенствования портфельного инвестирования, поддержания фондового портфеля в оптимальном режиме функционирования в интересах структурной перестройки экономики и экономического роста.

Результаты научной работы могут быть применены основными профессиональными участниками рынка ценных бумаг при формировании инвестиционной стратегии проведения операций на фондовых рынках.

Содержащиеся в диссертации материалы могут быть использованы учебными заведениями при подготовке лекционных курсов и учебных пособий по дисциплинам «Финансы», «Деньги, кредит, банки», «Рынок ценных бумаг» и др.

***Апробация результатов исследования.***Основные положения и выводы диссертационного исследования обсуждались на научно-практических конференциях, проведенных в Дагестанском государственном университете с участием специалистов и ученых Дагестанского научного центра РАН, Национального банка РД РФ и ряда кредитных организаций (2002,2003,2004гг.).

Результаты диссертации апробированы в практической деятельности некоторых коммерческих банков («Эльбин», «Дагестан», «ЭНО»). По теме диссертации автором опубликовано шесть работ общим объемом 1,5 п.л.

***Структура и объем диссертации.***Диссертационная работа состоит из введения, трех глав и заключения. Текст диссертации изложен на 147 страницах, приложение содержит 5 таблиц и один рисунок. Список использованной литературы включает 134 наименования.

## Фондовый рынок и инвестиционная деятельность

Понятие «инвестиции» до последнего времени использовалось в самом простом смысле, как вложение финансовых средств в конкретные материальные активы в реальном секторе экономики: здания, сооружения, машины, оборудование. В современных условиях при наличии финансового и фондового рынков значительная часть инвестиций приходится на вложения в ценные бумаги (акции, облигации) или на вклады в различные фонды (инвестиционные, страховые, пенсионные), В связи, с чем меняется смысловая нагрузка понятия «инвестиции», оно употребляется в более широком смысле.

Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «invest», что означает «вкладывать». В более широкой трактовке инвестиции представляют собой вложения капитала с целью получения дохода. При этом прирост капитала должен быть достаточным для того, чтобы скомпенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск, возместить потери от инфляции в предстоящем периоде. Уильям Шарп дает следующее определение понятию «инвестиции», которое по нашему мнению наиболее четко характеризует его: «Инвестиция - это отказ от определенной ценности в настоящий момент за некоторую (возможно, неопределенную) ценность в будущем»1.

В коммерческой практике принято различать следующие типы инвестиций:

1. инвестиции в физические активы;

2. инвестиции в денежные активы;

3. инвестиции в нематериальные активы.

Под физическими активами понимаются производственные здания и сооружения, а также любые виды машин и оборудования со сроком службы более одного года. Под денежными активами понимаются права на получение денежных сумм от других физических и юридических лиц, например депозитов в банке, облигаций, акций и т. п. Под нематериальными (незримыми) активами понимаются ценности, приобретаемые фирмой в результате проведения программ переобучения или повышения квалификации персонала, разработки торговых знаков, приобретения лицензий и т. д.

Инвестиции в ценные бумаги принято называть портфельными инвестициями, а инвестиции в физические активы принято именовать инвестициями в реальные активы (прямые инвестиции).

Все разновидности инвестиций в реальные активы можно свести к следующим основным группам.

1. Инвестиции в повышение эффективности. Их целью является прежде всего создание условий для снижения затрат за счет замены оборудования, обучения персонала или перемещения производственных мощностей в регионы с более выгодными условиями производства.

2. Инвестиции в расширение производства. Задачей такого инвестирования является расширение возможностей выпуска товаров для ранее сформировавшихся рынков в рамках уже существующих производств.

3. Инвестиции в новые производства. Такие инвестиции обеспечивают создание совершенно новых предприятий, которые будут выпускать ранее не изготавливавшиеся товары (или оказывать новый тип услуг) либо позволят, например, фирме предпринять попытку выхода с ранее уже выпускавшимися товарами на новые для нее рынки.

4. Инвестиции ради удовлетворения потребностей государственных органов управления (государственные инвестиции). Эта разновидность инвестиций становится необходимой в том случае, когда фирма оказывается перед необходимостью удовлетворять требования властей в части либо экономических стандартов, либо безопасности продукции, либо иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента.

## Портфельное инвестирование, методы фондового анализа и хеджирование капитала инвестором

Под портфелем понимают набор финансовых инструментов, обеспечивающих достижение одной или нескольких целей. Как правило, портфель ценных бумаг для крупного инвестора является лишь частью его активов. Часть финансового портфеля, вложенная в ценные бумаги, ориентированная на долгосрочное повышение стоимости входящих в него инструментов - это фондовый портфель или портфель ценных бумаг.

Портфельное инвестирование следует рассматривать как процесс придания совокупности ценных бумаг таких инвестиционных характеристик, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске.

Инвестор, работая на рынке ценных бумаг, должен придерживаться принципа диверсификации вкладов: стремиться к разнообразию приобретаемых инвестором финансовых активов. Это необходимо для того, чтобы уменьшить риск потери вкладов. Если инвестор придерживается принципа диверсификации, то он обязательно связан с совокупностью принадлежащих ему ценных бумаг различных видов, которая называется инвестиционным (фондовым) портфелем.

Объектами портфельного инвестирования выступают различные ценные бумаги: акции, облигации, производные виды ценных бумаг, часть портфеля может быть представлена в денежном виде. Объемы бумаг в портфеле бывают различными.

В зависимости от состава портфеля он может приносить доход или убытки и обладать той или иной степенью риска. Перечень и объемы входящих в портфель ценных бумаг называют структурой портфеля. Последняя представляет собой совокупность характеристик, которыми может управлять инвестор: изменять состав входящих в портфель ценных бумаг и их объемы.

Доходность портфеля и степень риска вложений в него являются целевыми характеристиками портфеля. При портфельном инвестировании инвестор может изменить структуру портфеля, чтобы получить наиболее благоприятные значения целевых характеристик. Таким образом, можно развить представление о финансовом портфеле, как совокупности ценных бумаг, собранных инвестором воедино, управляемых как единое целое для достижения определенной цели.

Формируя свой портфель, инвестор должен иметь некоторый механизм отбора для включения в портфель тех или иных видов ценных бумаг, т.е. уметь оценивать их инвестиционные качества посредством методов фундаментального и технического анализа.

Основной задачей методов служит выявление среди множества ценных бумаг той совокупности, в которую можно инвестировать средства, не подвергая свои вложения высокому риску. На практике существует стойкая зависимость между риском и доходностью вложений: чем выше доходность, тем выше риск.

При составлении портфеля инвестор должен учитывать следующие факторы: степень риска - доходности, срок вложения, тип ценной бумаги.

Оговоримся, что приспособленных к проведению всестороннего инвестиционного анализа регулярно котируемых корпоративных ценных бумаг в Дагестане на сегодняшний день просто не существует. Даже самые «раскрученные» акции «Дагэнерго», «Даггаза», «Дагнефти» и некоторых других АО, даже с натяжкой нельзя причислить к упомянутой нами категории. Тем не менее, исследование и выявление закономерностей формирования и развития региональных фондовых рынков требует детального изучения. В наибольшей мере к поставленной цели приводит исследование динамических рядов котировок российских голубых фишек - акций наиболее ликвидных предприятий нефтегазового и энергетического комплексов, а также акций высокотехнологичных конкурентно-способных на западных рынках компаний (телекоммуникации, оборонная промышленность и некоторые другие).

## Совершенствование деятельности основных фондовых институтов

Совокупность действующих на фондовом рынке профессиональных участников представляет собой чрезвычайно важную отрасль рыночной экономики. Соответственно, в задачи государственного регулирования входит обеспечение развития рынка ценных бумаг как одной из важнейших отраслей сферы финансовых услуг, а также сохранение национального контроля за этой отраслью. Это предполагает, во-первых, стимулирование операций с российскими ценными бумагами в России, во-вторых, обеспечение конкурентоспособности российских финансовых институтов по отношению к иностраВсе эти структуры рождались в течение 90-х годов. Нормативно-законодательная база под них создавалась как правило не поспевая за объективными процессами, в ходе которых базисное регламентирование этих структур являлось тормозом в их развитии.

Работа по созданию институциональных инвесторов велась непоследовательно, волевыми рывками, в ходе которых создавались неравные конкурентные условия. Получалось, что проще получить статус акционерного общества, написать к нему устав с универсальными видами деятельности, заниматься инвестиционной деятельностью, при этом не обременять себя лишними налогами, навешивая дополнительные ЧИФ или ПИФ к названию (наименованию как имя собственное) фирмы. По завершении чековой приватизации ФКЦБ РФ фактически провела реорганизацию чековых фондов, создав крайне невыгодные условия для их деятельности. ФКЦБ содействовала деятельности паевых инвестиционных фондов, стимулируя перелив средств вкладчиков из чековых инвестиционных фондов в эти структуры. В результате чековые инвестиционные фонды утратили свою привлекательность для мелких вкладчиков, а паевые инвестиционные фонды ее не приобрели, так и не получив широкого распространения. Оптимальный механизм привлечения средств мелких вкладчиков, максимально учитывающий интересы и предпочтения российских инвесторов и обеспечивающий защиту их вкладов, к сожалению, не был создан.

Итак, рассмотрим кратко те рыночные институты, которые в своей практике осуществляют инвестиционные вложения как в реальный сектор экономики, так и в регулярно котируемые активы фондового рынка Российской Федерации.

По критериям надежности и эффективности инвестиций среди отечественных институциональных инвесторов на первом месте стоят страховые компании, что подтверждается и количественными показателями их функционирования (правда, августовский 1998 года кризис оказал весьма пагубное воздействие на деятельность страховых компаний, объемы привлеченного ими капитала в сопоставимых ценах значительно сократились).

На втором месте по условиям инвестирования находятся коммерческие банки. По всем другим показателям КБ - несомненные лидеры (таблица З.1.1.), правда, низкая доходность вложений и серия дефолтов ряда банков с известными именами, породили недоверие вкладчиков к этому направлению институционального инвестирования. Высокий потенциал банков может быть реализован при условии развития более доходных и надежных форм сбережений (акции, облигации государства и корпораций - но только на фоне общего подъема реального сектора экономики), что позволит им стать одним из самых привлекательных инвестиционных институтов.

В настоящее время в условиях известной ограниченности источников бюджетного финансирования, с одной стороны, и значительной потребностью российских предприятий в средствах для финансирования инвестиционных программ проектов, с другой - на коммерческие банки возлагаются особые надежды и предъявляются особые требования по поддержке инвестиционных проектов. В то же время сами российские коммерческие банки, будучи универсальными и достаточно молодыми кредитными учреждениями (для российской финансовой системы не характерно выделение специальных инвестиционных банков), в ряде случаев сталкиваются с достаточно серьезными проблемами при принятии решения об участии (в той или иной форме) в финансировании инвестиционных проектов финансовым институтам, действующим на российском рынке ценных бумаг.