Коркин Владимир Михайлович. Принципы и модели формирования портфеля ценных бумаг в системе управления коммерческим банком : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 211 c. РГБ ОД, 61:98-8/739-0

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК (КБ) КАК ЦЕЛОСТНАЯ СИСТЕМА: ЭЛЕМЕНТЫ ВНЕШНЕЙ И ВНУТРЕННЕЙ СРЕДЫ 6

1.1. Рынок ценных бумаг как ключевой элемент внешней среды функционирования коммерческого банка 6

1.2. Организация внутренней среды кб 48

1.3. Инвестиционный портфель как компонент внутренней среды кб: сущность, содержание, базовые управленческие понятия 67

ГЛАВА 2. ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ

ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ (ПЦБ) 107

2.1. Общие принципы управления 107

2.2. Принципы управления инвестициями с неопределенной доходностью 109

2.3. Принципы управления инвестициями с определенной доходностью 115

ГЛАВА 3. АНАЛИЗ И РАЗРАБОТКИ МОДЕЛЕЙ ФОРМИРОВАНИЯ ПЦБ 129

3.1. Специфические черты модели марковитца 129

3.2. Анализ моделей ШАРПА и САРМ 143

3.3 Характеристика других известных моделей формирования пцб 156

3.4. Динамические модели формирования пцб и управления им 179

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 198

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 200

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Эффективность управления исключительно существенна для любого субъекта рыночного хозяйствования, но особо значима она в механизме функционирования коммерческого банка (КБ). В его деятельности предельно высока мера рисков, а управленческие ошибки могут иметь самые тяжелые последствия. Между тем ключевые составляющие теории банковского менеджмента пока еще слабо внедрены в практическую работу большинства отечественных коммерческих банков. Это касается и того аспекта данной теории, который связан с управлением банковским портфелем ценных бумаг (ПЦБ). В этой связи адаптация теории управления ПЦБ КБ к специфике российской экономики является безальтернативной необходимостью. Актуальность этой адаптации усиливается отсутствием должного задела соответствующих наработок в отечественной литературе.

Отмеченные обстоятельства и предопределили цель диссертационного исследования. Она заключается в разработке совокупности принципов и моделей формирования ПЦБ КБ, применимых к условиям переходной российской экономики.

Объектом исследования является коммерческий банк как целостная система в сложном многообразии ее внутренних и внешних отношений. Предметом исследования — система управления портфелем ценных бумаг коммерческого банка.

Методологической основой диссертации послужили: а) системный подход к исследуемым процессам; б) ключевые положения трудов зарубежных и отечественных ученых, посвященных теории и

практике банковского менеджмента ; в) концептуальные подходы, воплощенные в законодательных и нормативных актах РФ, в методических документах российских финансовых властей.

В качестве фактологической и статистической базы использовались материалы Госкомстата РФ, а также ЦБ РФ, ФКЦБ РФ и других государственных финансовых ведомств.

Научная новизна диссертации, реализующая ее цель, состоит в обосновании учитывающей зарубежный и первый отечественный опыт (и соответствующие научные заделы) концепции эффективного управления ПЦБ КБ, включающей трактовку коммерческого банка как целостного, системного явления и «вписывающийся» а нее набор принципов и моделей формирования этого портфеля.

Конкретный личный вклад соискателя в разработку проблем, вынесенных на защиту, приводится в заключении к диссертации.

Практическая значимость диссертации состоит в том, что обоснованные в ней выводы и рекомендации могут быть использованы и уже отчасти используются (к примеру, на товарно-фондовой бирже «Санкт-Петербург», в Промстройбанке, Сибторгбанке, Гута-банке и др.) при выборе и управлении ПЦБ отечественных коммерческих банков. Материалы диссертации целесообразно также использовать при разработке законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг. Возможно применение материалов диссертации и в преподавании ряда экономических дисциплин в высшей школе, в системе подготовки и переподготовки специалистов.

Апробация результатов исследования. Часть выводов и рекомендаций, сформулированных соискателем, нашла практическое применение в деятельности «ИнтерТЭКбанка». Некоторые положения диссертации, отраженные, в частности, в авторской монографии «Портфель ценных бумаг: формирование и управление» (М.: Логос, 1997), используются в преподавании ряда дисциплин в Тюменском государственном университете на факультете финансов и кредита и докладывались на ряде научно-практических конференций, заседаниях правления «ИнтерТЭКбанка», «круглых столах» бизнеса.

## Рынок ценных бумаг как ключевой элемент внешней среды функционирования коммерческого банка

Основные понятия. Рынок ценных бумаг (РЦБ) — это сектор финансового рынка, аккумулирующий временно свободные капиталы инвесторов, выступающий местом столкновения и реализации интересов продавцов и покупателей особого товара — ценных бумаг. Рынок ценных бумаг имеет достаточно сложную структуру, состоящую из различных участников рынка ценных бумаг, обслуживающих организаций и регулирующих органов. На рынке ценных бумаг обращается большое количество различных видов ценных бумаг1.

Первичный рынок ценных бумаг — это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди инвесторов. Вторичный рынок ценных бумаг называется рынок, на котором обращаются ранее эмитированные и размещенные на первичном рынке ценные бумаги.

Биржевой рынок ценных бумаг — это рынок, все сделки на котором проводятся при посредстве биржи — важного элемента инфраструктуры рынка ценных бумаг. Биржевой рынок ценных бумаг называют также организованным, поскольку все сделки на нем совершаются в соответствии с правилами, установленными как государственными органами, так и самой биржей. Все ценные бумаги, обращающиеся на биржевом рынке, должны пройти процедуру включения в котировочный список (такая процедура называется листингом). Для того, чтобы попасть в котировочный список, ценная бумага должна удовлетворять определенным нормам и требованиям, и поэтому на биржевом рынке обращаются только достаточно качественные и высоколиквидные ценные бумаги.

Внебиржевой рынок ценных бумаг представляет собой рынок, на котором обращаются ценные бумаги, по каким-либо причинам не попавшие на биржевой рынок. Это практически все облигации и акции, если их эмитент не соответствует высоким требованиям биржи или их владелец предпочитает продавать их на внебиржевом рынке. Сделки на внебиржевом рынке совершаются непосредственно между продавцом и покупателем при столкновении их интересов, а не через публичный аукцион.

Ценная бумага — это основной товар на рынке ценных бумаг; является денежным документом, который выражает имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к эмитенту, может самостоятельно обращаться на рынке, быть объектом купли-продажи и других сделок, служит источником получения регулярного или разового дохода. Существуют различные типы ценных бумаг. Основными из них являются акции, облигации и производные ценные бумаги.

Акция представляет собой ценную бумагу, выпускаемую акционерными обществами без установленного срока обращения. Она удостоверяет право ее владельца на долю в собственных средствах АО в размере номинальной стоимости, на получение дохода от его деятельности в виде дивиденда и, как правило, — на участие в управлении предприятием. Владелец акции не может изъять свою долю из капитала предприятия, а может лишь передать все права, связанные с владением акций, продав ее. Существует два наиболее распространенных типа акций: обыкновенные и привилегированные. Обыкновенная акция — это ценная бумага, владельцы которой имеют право на получение дивиденда (если предприятие решает его выплатить) и на участие в управлении предприятием. Обычно такие акции составляют большую часть акционерного капитала предприятия. При ликвидации предприятия владельцы обыкновенных акций вправе получить вложенные средства по номинальной цене, но только после удовлетворения интересов держателей облигаций и привилегированных акций.

class2 **ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ**

**ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ (ПЦБ)** class2

## Принципы управления инвестициями с неопределенной доходностью

Подавляющую часть такого рода инвестиций составляют акции различных компаний. В рамках управления инвестициями с неопределенной доходностью также выделяют два типа стратегий управления портфелем, состоящего из акций, - активное и пассивное управление. Выбор конкретной стратегии зависит от двух факторов: (1) склонности инвестора к риску и (2) ожиданий инвестора по поводу так называемой эффективности рынка. Если инвестор не уверен в эффективности рынка, то, как правило, он выбирает активную стратегию. Из-за важности трансакционных издержек в процессе выбора, мы рассмотрим само это понятие и способы их измерения.

Термин "эффективный рынок капиталов" обычно используется для описания операционных характеристик рынка капиталов. В рамках этого понятия следует различать операционную эффективность рынка и эффективность оценки активов (акций) на рынке капиталов.

Операционная эффективность означает ситуацию, когда спрэд дилера между ценами покупки и продажи акций составляет величину, которая отражает его действительные затраты на предоставление дилерских услуг. Иными словами, этот термин требует достаточный уровень конкурентности рынка.

Эффективность оценки связана с ситуацией, когда в каждый данный момент цены полностью отражают всю доступную информацию, необходимую для оценки активов. Различают три формы эффективности: (1) низкую, (2) среднюю, (3) высокую. Низкая эффективность означает, что цены на акции формируются лишь на основе прошлой динамики курсов. Средняя эффективность подразумевает, что кроме указанного исторического тренда на формирование курсов влияет информация, публикуемая компаниями для внешнего пользования. Высокая эффективность присуща акциям, эмитенты которых готовы предоставить всю имеющуюся в наличии информацию о своей деятельности. Поэтому для таких компаний характерен высокий уровень транспарантности публикуемой финансовой отчетности.

Структура трансакционных издержек, которые несут инвесторы на рынке капиталов, имеет следующий вид:

Постоянные издержки в краткосрочном периоде относительно неизменны и невелики. Комиссия отражает плату за услуги брокера в случае, если сделку поручается совершить ему. Как правило, величина комиссии определяется на договорных условиях между брокером и инвестором. Вознаграждение регистратору сделки составляет плату за услуги профессионального регистратора и (или) депозитария.

Спрэд дилера представляет не только плату за его услуги, но и вознаграждение дилера за риск от возможных изменений курсов за период перерегистрации акций и поступления денег на его счет.

Альтернативные издержки равны разнице между дейст вительной и желаемой доходностями от инвестиций. В принципе, эта величина полезна для учета в теоретическом плане, и неосязаема в практическом.

Как уже отмечалось выше, тем инвесторам, которые уверены в эффективности рынка капиталов, теория рекомендует придерживаться пассивной стратегии управления портфелем. Эта стратегия в свою очередь делится на две. Первая - наиболее простая - подразумевает формирование портфеля на основе определенных критериев и сохранение его в течение определенного периода времени без изменений. Как видно, по сути дела как такового управления и не имеет места.

## Специфические черты модели марковитца

Хотя первой работой, в которой для описания эволюции стоимости ценных бумаг использовался математический аппарат, была диссертация французского математика Башелье (Bacheliet L. Theory de la speculation. - Ann. Ecole Norm. Sup., 1900, v. 17, p.21-28). Она была вскоре забыта, и поэтому по праву можно считать, что история современной портфельной теории начинается с классического вывода Гарри Марковитца (1952-1957), который четко показал, что предпочтения инвестора определяются соотнесением среднего значения и вариации дохода на агрегированный портфель со структурой портфеля и параметрами совместного распределения доходов на ценные бумаги, и впервые применил принципы анализа предельной полезности к подбору оптимальных портфелей. Значительный вклад в статистический анализ эффективности финансовых инвестиций внес Джеймс Тобин (1958), который разрешил проблему выбора между инвестированием в рискованные активы и хранением безрисковых сбережений и наличных денег, показав, что такое портфельное решение можно разделить на выбор оптимальной комбинации рискованных активов и выбор соотношения между наличными и рискованными активами.

Теоретической базой, на которой основывается современная практика подбора портфелей (на западе) служит методика формирования оптимального портфеля Г. Марковитца и "модель оценки капитальных активов" (САРМ). Эта концепция появилась в 60-х годах, ее разработали У. Шарп, Д. Линтнер и Д. Моссен, САРМ - пример равновесной модели, цена активов в которой связана с экзогенными данными о предложении активов, склонностями и способностями инвесторов.

Среди западных теорий в области ценных бумаг, уже ставших классическими, можно выделить следующие: 1. Практически- нормативные модели (модель Марковитца, Тобина). 2. Индексную мо дель Шарпа. 3. Capital Assets Price Model. 4. Arbitrage Price Theory. 5. Модель выбора портфеля ценных бумаг Кларксона. Марковитц впервые поднял проблему построения портфелей ценных бумаг, которая в его постановке звучала так: необходимо найти распределение заданной суммы денег по различным альтернативным вложениям средств так, чтобы инвестор наилучшим образом достиг своих целей. Он определил показатели, характеризующие доходность и риск.

Основная идея, принадлежащая Марковитцу - статистически рассмат ривать будущий доход, приносимый ценной бумагой как случайную переменную. При условии, что аналитик может определить для оцениваемых им потенциальных доходов по каждому объекту определенные субъективные вероятности наступления, можно получить распределения вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения капитала. Упрощенно Марковитц полагает, что доходы по альтернативам инвестирования распределены нормально. В качестве оценки величины дохода используется математиче ское ожидание дохода, т.к. в случае нормального распределения наи более вероятное значение совпадает с математическим ожиданием. В качестве меры риска используется дисперсия, дохода (то есть квадрат его среднеквадратического отклонения от ожидаемого значения). Хотя среднеквадратическое отклонение более наглядно, дисперсия имеет преимущества по технике расчетов. Далее Марковитц находит математическое ожидание и дисперсию для всего портфеля. Если математическое ожидание доходности портфеля - просто взвешенная сумма математических ожиданий доходности входящих в него активов, то дисперсия доходности в значительной мере зависит от коррекции между изменениями курсов отдельных ценных бумаг. В качестве показателя корреляции Марковитц использует коэффициент ко-вариации.