Сенглеев, Владимир Борисович. Инвестиционные стратегии финансовых вложений в спекулятивный капитал : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. - Волгоград, 2005. - 184 с. : ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы исследования спекулятивного капитала 12

1.1. Спекулятивный капитал как форма финансового капитала: специфика функционирования 12

1.2. Функции спекулятивного.капитала 45

1.3. Принципы управления спекулятивным капиталом 56

1.4. Сущностные характеристики спекулятивного капитала 61

Глава 2. Анализ инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал 78

2.1. Факторы, определяющие выбор инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал 78

2.2. Применение инвестиционных стратегий управления спекулятивным капиталом на эффективных рынках. 86

2.3. Влияние особенностей российского фондового рынка на выбор инвестиционной стратегии финансовых вложений в спекулятивный капитал 103

Глава 3. Методика выбора и корректировки инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал на фондовом рынке 122

3.1. Система показателей, определяющих выбор инвестиционной стратегии спекулятивного инвестора 122

3.2. Инвестиционные стратегии финансовых вложений в спекулятивный капитал как основа экономической стабильности рынка, ценных бумаг 146

Заключение 158

Библиография 166

Приложения 178

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Развитие фондового рынка является одним из необходимых условий преобразований экономических отношений в России, поскольку стабилизация экономического роста страны во многом зависит от скорости обработки информации о предпочтениях инвесторов и рисках проекта (такую информацию несут изменения цен на финансовые активы на фондовых рынках) и от возможности оценки и перераспределения не только рисков проекта, но и макроэкономических рисков.

В связи с этим спекулятивный капитал стал неотъемлемой составляющей экономики развитых стран. Именно появление и развитие спекулятивного капитала как одной из форм финансового капитала привело к аккумулированию значительных финансовых ресурсов, что впоследствии обусловило рост инвестиционных вложений в реальную сферу производства. Спекулятивный капитал стимулирует переход экономики к более высоким ступеням развития, так как его наличие свидетельствует о возможности оценки рисков на уровне всей экономики, а не только отдельных ее субъектов. Применение широко известных в мировой практике методических подходов к выбору инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал оказалось невозможным, поскольку они не адаптированы на российском фондовом рынке.

Таким образом, актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью дальнейшего всестороннего научного анализа стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал на российском фондовом рынке, который позволит, во-первых, определить его системные характеристики, влияющие на эффективность функционирования спекулятивного капитала, во-вторых, конкретизировать методические основы выбора и обоснования рациональной инвестиционной стратегии финансовых вложений на российском фондовом рынке, которая

**4**способствовала бы усилению его информационной эффективности, установлению «справедливых» цен.

**Степень разработанности проблемы.**Теоретические и практические аспекты инвестирования на фондовом рынке, обоснование выбора инвестиционных стратегий управления капиталом и оценка эффективности управления рисковыми портфелями ценных бумаг рассматриваются в трудах таких известных зарубежных ученых, как Г. Александер, 3. Боди, Р. Брейли, Э. Брэдли, Дж. Бэйли, Л. Гитман, М. Джонк, А. Кейн, Р. Линг, Ченг Ф. Ли, С. Майерс, А. Маркус, Р. Мертон, М. Миллер, Ф. Модильяни, Р. Тьюлз, Джозеф И. Финнерти, У. Шарп и др.

С различной степенью полноты вопросы теории инвестиций на отечественном фондовом рынке были разработаны в трудах отечественных специалистов: М. Ю. Алексеева, Л. П. Белых, И. Ю. Беляевой, Т. Б. Бердниковой, Г. В. Булычевой, С. В. Валдайцева, Д. Н. Владиславлева, В. В. Григорьева, А. Г. Грязновой, Т. Г. Долгопятовой, В. Е. Есипова, Р. И. Капелюшникова, Е. В. Ленского, Я. М. Миркина, Д. Н. Михайлова,

A. Д. Радыгина, Б. Б. Рубцова, М. А. Федотовой, А. Б. Фельдмана,

B. А. Цветкова, М. А. Эскиндарова и др.

Несмотря на большое количество работ, посвященных вопросам формирования и развития рынка ценных бумаг, существует необходимость всестороннего изучения природы спекулятивного капитала с позиций системного подхода, специфики его функционирования в условиях российской экономики и определения на этой основе рекомендаций по выбору инвестиционных стратегий на отечественном фондовом рынке. Вместе с тем, уже полученные результаты научных исследований большинства перечисленных ученых послужили базой для более глубокого изучения вопросов разработки темы диссертационного исследования.

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость проблем выбора инвестиционных стратегий

**5**финансовых вложений в спекулятивный капитал обусловили тему, цель исследования и его задачи.

**Цель исследования.**Целью исследования является теоретическое обоснование специфики и функций спекулятивного капитала как формы финансового капитала и разработка методического инструментария выбора рациональной инвестиционной стратегии финансовых вложений в спекулятивный капитал на отечественном фондовом рынке.

В соответствии с указанной целью в диссертационной работе поставлены следующие задачи:

уточнить содержание спекулятивного капитала как обособленной формы финансового капитала на основе анализа его специфики и функций в развитии экономики;

системно представить принципы управления спекулятивным капиталом инвестора, обусловливающие выбор инвестиционных стратегий на фондовом рынке;

выделить особенности инвестиционных стратегий институциональных и индивидуальных инвесторов на фондовом рынке как теоретическую основу управления спекулятивным капиталом;

конкретизировать системные характеристики российского фондового рынка, влияющие на функционирование спекулятивного капитала;

дополнить систему показателей, определяющих выбор инвестиционных стратегий спекулятивного инвестора;

предложить методику выбора инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал, исходя из специфики российского фондового рынка.

**Предметом исследования**являются альтернативные стратегии финансовых вложений в спекулятивный капитал.

**Объект исследования**- финансовые вложения в спекулятивный капитал.

**Методологической и теоретической основой исследования**

послужили современные теории финансов: эффективных рынков капитала, оценки финансовых активов, риска и доходности, опционного ценообразования и др.

В работе были использованы следующие методы исследования: системный подход, метод научной абстракции, единства объективного и субъективного в развитии экономических процессов, методы экономико-статистического анализа, финансовой математики, финансового анализа, экспертных оценок.

**Информационно-эмпирической базой исследования**явились экономические факты, установленные на основе анализа данных статистических и финансово-экономических изданий России и других стран; материалы научных семинаров и конференций; законодательные и нормативные акты, регламентирующие деятельность российского фондового рынка; факты, опубликованные в экономической литературе, посвященной проблемам развития фондового рынка, оценки ценных бумаг, техническому и фундаментальному анализам; данные Федеральной службы государственной статистики, РТС, ММВБ, Минфина РФ, ФСФР, Центрального банка РФ, компаний ФИНАМ, S&P, периодической печати.

**Основные положения диссертационного исследования,**выносимые на защиту:

1. Спекулятивный капитал представляет собой вложения собственных финансовых активов инвестора и финансовых активов, мобилизованных им из внешних источников, в целях приращения их стоимости за счет волатильности цен на эти активы. Спекулятивному капиталу присущи следующие характеристики: 1) обособленность от движения активов, лежащих в основе спекулятивного капитала (как реальных, так и финансовых); 2) необходимость раскрытия информации о компании для увеличения ликвидности ее ценных бумаг и инвестиционной привлекательности; 3) привлечение инвестиций в реальное производство и

**7**одновременная возможность получения дополнительного дохода без увеличения реального капитала, что снижает привлекательность реальных инвестиций и создает иллюзию развития экономики.

2. Функциями спекулятивного капитала являются: 1) информирование  
инвесторов о систематических и несистематических рисках компаний;  
2) уменьшение рисков национальной финансовой системы; 3) снижение  
трансакционных издержек в экономике; 4) привлечение и аккумулирование  
финансовых ресурсов предприятиями; 5) поддержание ликвидности ценных  
бумаг; 6) приближение рыночной стоимости финансовых активов к  
справедливой.

1. Принципами управления спекулятивным капиталом являются следующие: 1) принцип обусловленности, состоящий в наличии волатильного характера объектов вложения спекулятивного капитала; 2) принцип соответствия отдельных элементов управления спекулятивным капиталом принципам общей стратегии инвестора; 3) принцип динамики инвестиционного портфеля, который меняется под воздействием изменения у субъектов фондового рынка отношения к риску; 4) принцип накопления, проявляющийся в том, что спекулятивный капитал необходим экономике с целью накопления финансовых ресурсов для инвестирования в реальную сферу производства; 5) принцип альтернативности способов управления спекулятивным капиталом, что обусловлено взаимодействием и взаимозависимостью целей инвесторов, законодательных ограничений, требованиями к доходности и ликвидности финансовых активов; 6) принцип корректировки, сущность которого в том, что стратегия спекулятивного инвестора требует постоянной корректировки в зависимости от изменений внешней среды и целей самого инвестора.
2. Инвестиционная стратегия на фондовом рынке - это система принципов составления портфелей финансовых активов и правил изменения состава этих портфелей, направленная на достижение приемлемой доходности и риска конкретного спекулятивного инвестора. Преобладание субъективных

8 оценок в определении динамики стоимости финансовых активов в процессе управления спекулятивным капиталом обусловливается системными характеристиками российского фондового рынка (информационной неэффективностью рынка, информационной асимметрией, недостатком финансовых ресурсов на отечественном фондовом рынке, неэффективным аккумулированием и перераспределением денежных средств, высокими макроэкономическими рисками и рисками инвесторов, наличием долгосрочных арбитражных возможностей, неразвитостью рынков производных инструментов, отсутствием возможностей диверсификации портфелей), что, в свою очередь, приводит к целесообразности применения активных стратегий на российском фондовом рынке.

5. На формирование инвестиционной стратегии индивидуальных инвесторов  
главным образом влияют: величина финансовых вложений,  
профессиональные навыки инвестора, его отношение к риску и доходу, его  
возраст. Стратегия институциональных инвесторов определяется величиной  
аккумулированных финансовых ресурсов мелких инвесторов,  
законодательными ограничениями на вложения в определенные виды  
активов, возможностями диверсификации инвестиционного портфеля.

6. Специфика оценки финансовых вложений на российском рынке  
обусловливает необходимость уточнения системы показателей,  
определяющих выбор инвестиционных стратегий спекулятивного инвестора:  
1) при расчете доходности акций целесообразно использование средних  
геометрических взвешенных величин; 2) для анализа взаимосвязи  
доходности конкретной акции и доходности рыночного портфеля - средней  
геометрической взвешенной коэффициентов их эластичности; 3) при оценке  
риска инвестиционного портфеля - показателя процентного снижения  
доходности акций, включенных в портфель.

7. Сравнение теоретической стоимости и рыночной цены корпоративных  
облигаций позволяет определить приемлемую инвестиционную стратегию на  
фондовом рынке с учетом текущей ситуации, интересов и возможностей

**9**конкретных инвесторов. При определении более объективной теоретической стоимости корпоративных облигаций целесообразно использовать модель опционного ценообразования, в отличие от субъективного определения «правильной» доходности к погашению облигации.

**Научная новизна**полученных результатов состоит в следующем:

развиты теоретические основы анализа спекулятивного капитала посредством уточнения его понятия как приращения стоимости финансовых активов за счет волатильности цен на них, описания содержательных характеристик и функций (информационная, снижения рисков и трансакционных издержек в экономике; привлечения и аккумулирования финансовых ресурсов инвесторами; оптимизация инвестиционной стратегии на фондовым рынке; поддержание ликвидности ценных бумаг; установление справедливого ценообразования на финансовые активы);

системно представлены принципы управления спекулятивным капиталом (обусловленности, соответствия, динамики, накопления, альтернативности, корректировки);

конкретизировано определение инвестиционной стратегии финансовых вложений на фондовом рынке за счет учета субъективных оценок доходности и риска инвестором, а также дополнительно аргументирована приоритетность индивидуальных оценок динамики стоимости финансовых активов инвестором при выборе инвестиционной стратегии на фондовом рынке, что обусловливается системными характеристиками российского фондового рынка и приводит к целесообразности применения активных стратегий;

выделены особенности формирования инвестиционных стратегий индивидуальных и институциональных инвесторов, состоящие в различных целях финансовых вложений, исходных позициях инвесторов на фондовом рынке, в различных нормативно-правовых ограничениях;

дополнена система показателей, определяющих выбор инвестиционных стратегий спекулятивного инвестора при формировании инвестиционного портфеля расчетами средних геометрических взвешенных величин ретроспективных рыночных данных и использования альтернативного метода расчета портфельного риска как отрицательной вариации доходности портфеля;

предложена методика выбора инвестиционной стратегии на фондовом рынке относительно корпоративных облигаций как объектов вложения спекулятивного капитала, заключающаяся в сопоставлении различных видов стоимостей: рыночной стоимости и теоретической стоимости, рассчитанной методом опционного ценообразования.

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется рассмотрением спекулятивного капитала с позиций системного подхода и выделением особенностей формирования инвестиционных стратегий индивидуальных и институциональных инвесторов. Указанные положения развивают теоретические основы финансовой теории, дополняют предметную область исследования проблем портфельной политики в области ценных бумаг.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в разработке методических основ выбора наиболее рациональной инвестиционной стратегии на фондовом рынке. Материалы диссертации могут использоваться в практической деятельности финансовых менеджеров корпораций, консалтинговых и оценочных фирм, при преподавании финансовых дисциплин «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг».

**Апробация результатов исследования.**Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на II Всероссийской научно-практической конференции «Трансформация хозяйственного механизма в условиях социально-экономических реформ: региональный аспект» (г. Волгоград, 2004 г.) и на республиканской научно-практической конференции «Молодежь и наука: третье тысячелетие» (Элиста, 2004 г.). Результаты

диссертационного исследования использованы в работе ОАО «Агентство экономических исследований» при разработке инвестиционных стратегий на российском фондовом рынке.

**Публикации.**По проблематике диссертационного исследования автором опубликовано 6 научных публикаций (авторский вклад - 1,9 п.л.).

**Структура и объем диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений. Общий объем диссертации составляет 184 страницы.

## Спекулятивный капитал как форма финансового капитала: специфика функционирования

Развитие фондового рынка является предпосылкой перехода экономики к более высоким степеням и более широким возможностям для инвестирования ввиду ускорения обработки информации о предпочтениях инвесторов и рисках проекта (нет необходимости производить затраты на прямой анализ информации о рынках, перспективах потребителей и т.д., так как такую информацию несут изменения цен на финансовые активы на фондовых рынках), привлечения широкого круга инвесторов благодаря возможности оценки и перераспределения не только рисков проекта, но и макроэкономических.

Спекулятивный капитал выделился в процессе эволюции развития финансового капитала и имеет свои специфические особенности, функции и принципы функционирования. Причиной обособления спекулятивного капитала является борьба за более высокую доходность по сравнению с другими формами капитала в экономике. Более высокая доходность данного вида капитала является в современной экономике необходимым условием получения дохода другими видами капитала. Это обусловлено спецификой спекулятивного капитала - он является стоимостной оценкой информации, количественно выражающейся в вариации цен на акции компаний на фондовых рынках. Информационная функция спекулятивного капитала является в современной экономике главным фактором, позволяющим принимать обоснованные инвестиционные решения.

Спекулятивный капитал стимулирует переход экономики к более высоким ступеням развития, так как свидетельствует о возможности оценки рисков на уровне всей экономики (макроуровень), а не только для отдельных субъектов (микроуровень) (как в случае прямых инвестиций или финансировании с помощью кредитов банков). Таким образом, речь идет об оценке перспектив всей экономики страны, а не только некоторых ее компаний, проектов. Данная оценка при условии эффективного фондового рынка снижает трансакционные издержки инвесторов и способствует принятию эффективных решений.

Такая точка зрения на природу спекулятивного капитала приводит к необходимости анализа и разработки такой инвестиционной стратегии управления спекулятивным капиталом, которая бы способствовала усилению информационной эффективности фондового рынка, установлению «справедливых» цен, соответствующих оптимальному в данный момент времени распределению ресурсов в экономике. Несмотря на активные разработки портфельной теории и ценообразования финансовых вложений на фондовом рынке, проблема управления спекулятивным капиталом на отечественном фондовом рынке требует дальнейшего научного анализа, поскольку необходим выбор такой инвестиционной стратегии, которая бы отвечала интересам инвесторов и способствовала оптимальному развитию экономики страны в целом.

## Факторы, определяющие выбор инвестиционных стратегий финансовых вложений в спекулятивный капитал

Рост капитала и профессионализма инвестора приводят к необходимости диверсификации вложений: сначала на одном рынке (например, акций), затем идет составление диверсифицированных портфелей на других рынках:

- облигаций,

- активы денежного рынка (рынок FOREX),

- производные ценные бумаги (опционы, фьючерсы),

- вложения в зарубежные рынки,

- вложения в материальные активы, способные в наибольшей степени сохранять стоимость: недвижимость, золото, предметы коллекционирования).

Таким образом, на формирование инвестиционной стратегии индивидуальных инвесторов, главным образом, влияют величина финансовых вложений, профессиональные навыки инвестора, его отношение к риску и доходу, его возраст.

Особенностью формирования инвестиционной стратегии для институциональных инвесторов является то, что они изначально управляют инвестиционным портфелем, состоящим из вложений на нескольких рынках, так как в их ведении находятся значительные средства (аккумулированные средства многих мелких инвесторов). Кроме того, необходимость диверсификации для них часто является необходимостью, вызванной законодательными ограничениями на вложения в определенные виды активов. Поэтому стратегия институциональных инвесторов, главным образом, определяется величиной аккумулированных финансовых ресурсов мелких инвесторов, законодательными ограничениями на вложения в определенные виды активов, возможности диверсификации инвестиционного портфеля.

Выбор правильного направления инвестирования возможен только при условии существования справедливых цен, в противном случае цены не будут являться сигналом для финансовых вложений, и инвестор будет принимать решения на основе неформальных договоренностей. Фундаментальные факторы, определяющие стоимость компаний не получают в данном случае стоимостную оценку с помощью механизма фондового рынка.

Выбор инвестиционных стратегий на отечественном фондовом рынке, как правило, основан на сравнении собственных субъективных оценок инвестора с рыночными оценками, и принятию решений исходя из степени отклонения субъективных оценок динамики стоимости финансовых активов от рыночных цен. Теоретические (справедливые) цены служат индикатором для принятия правильного инвестиционного решения, поэтому, если инвесторы предполагают, что на российском фондовом рынке цены активов не стремятся к теоретическим ценам, то риск принятия неправильного финансового решения увеличивается.

## Система показателей, определяющих выбор инвестиционной стратегии спекулятивного инвестора

Эффективность использования спекулятивного капитала, как правило, определяется доходностью операций инвестора, под которой подразумевается величина прибыли, полученной на один вложенный рубль. Движение спекулятивного капитала в процессе функционирования приводит к изменению состава и структуры его финансовых вложения, поэтому предлагаем доходность операций со спекулятивным капиталом, кроме величины получаемой прибыли, определять более общим показателем -величиной прироста стоимости капитала за период, который будет обусловлен приростом денежных средств на единицу вложенного капитала. При этом заметим, что доходность - показатель комплексный, который определяет инвестиционную привлекательность финансовых вложений и зависит от следующих факторов:

1. Отрасль. То, к какой конкретно отрасли относится вновь создаваемый или обновляемый бизнес, имеет принципиальное значение для любой страны, поскольку хорошо известно, что конкурентоспособность продукции предприятия на рынке в немалой степени зависит от репутации на мировом рынке соответствующей отрасли данной страны. Это объясняется в основном тем, что конкурентные преимущества успешно работающих на рынке предприятий отрасли, как правило, ассоциируются со всеми предприятиями страны, входящими в эту отрасль, даже с предприятием новичком в данном сегменте рынка.

2. Местоположение. В российских условиях данный фактор может оказать решающее влияние на инвестиционную привлекательность предприятия. В мировом бизнесе считается важным, в каком конкретно регионе страны находится то или иное предприятие. Более того, важно в каком городе, а иногда и в какой его части. Для каждого конкретного вида бизнеса всегда можно выделить благоприятствующие его развитию или затрудняющие местные условия. В России это стало особенно актуальным ввиду следующих обстоятельств.

Экономика огромной страны, переходя из планово-распределительной системы функционирования в рыночную, пока еще сохраняет многие элементы прошлой системы. Не секрет, что многие предприятия создавались в регионах вовсе не потому, что именно там можно было обеспечить Наивысшее качество и наименьшую себестоимость продукции, а по конъюнктурным, политическим соображениям, чтобы в области, крае или республике было такое важное для страны предприятие, и этот регион был бы не хуже других по показателям своего промышленного развития.

Вместе с тем условия для создания и развития промышленных производств в различных регионах России отличаются большим разнообразием. Некоторые производства, по природно-климатическим и другим условиям не налаживаемые до конкурентоспособного состояния в одном регионе, могут с успехом развиваться в другом.