Ханин Дмитрий Григорьевич. Методика формирования портфельной стратегии институционального инвестора на основе "пирамиды девизов" : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Нижний Новгород, 2007 210 с. РГБ ОД, 61:07-8/2831

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. КОМПЛЕКСНАЯ ПОЛИТИКА ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ 10

1.1. Анализ научных концепций и теорий функционирования фондового рынка как фундаментальной основы портфельного инвестирования 10

1.2. Категории инвестиционного процесса. Стратегия и тактика 28

1.3. Построение инвестиционной стратегии на основе пирамиды Маслоу--44

Глава 2. КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОНННЫХ СТРАТЕГИЙ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ 55

2.1. Прямое инвестирование. Универсальные стратегии роста 55

2.2. Стандартные портфельные стратегии управляющих инвестиционными фондами 69

2.3. Типовые и индивидуальные клиентские стратегии 83

Глава 3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ «ПИРАМИДЫ ДЕВИЗОВ» ДЛЯ ПОСТРОЕНИЯ МОДЕЛИ СТРАТЕГИИ РОССИЙСКОГО ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО ИНВЕСТОРА 95

3.1. Определение внешней среды «пирамиды девизов» 95

3.2. Формирование инвестиционных девизов, составляющих пирамиду —104

3.3. Формирование портфеля на основе выбранной модели 115

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 134

ЛИТЕРАТУРА 139

ПРИЛОЖЕНИЯ 151

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Россия XXI века характеризуется опережающим темпом развития рынка ценных бумаг не только относительно увеличения ВВП, но также относительно высоких фондовых показателей стран - мировых лидеров. Страна прошла глубокий экономический спад, гиперинфляцию, остановку многих производств, финансовый кризис, пережила множество экономических, политических, социальных неблагоприятный явлений за очень короткий период. Восстановление экономики из состояния на грани депрессии до приближающегося к мировому уровню - это действительно высокий темп развития. Наиболее авторитетные мировые аналитические агентства регулярно повышают инвестиционные рейтинги Российской Федерации, а также ведущих предприятий и финансовых учреждений страны.

Каждая экономическая единица любого уровня - от коммерческого предприятия до страны вцелом - должна использовать и использует не только внутренние источники финансирования новых проектов и модернизации устаревающих средств её жизнедеятельности, но также возможности внешних субъектов, желающих в той или иной форме принять участие в этом прогрессе и его результатах. Секьюритизация инвестиционного процесса, как представление всех прав инвестора и обязанностей нуждающейся в денежных и прочих ресурсах стороны в виде ликвидного инструмента «ценные бумаги», обеспечивает снижение стоимости внешних вливаний за счёт конкурентной борьбы финансовых посредников, а в некоторых случаях за счёт отказа от таковых посредников. Кроме того, секьюритизация обуславливает количественное увеличение внешних источников финансирования путём привлечения новых инвесторов строгой формализацией, доступностью и многоуровневым контролем процесса инвестирования, а также перманентным изобретением новых финансовых инструментов.

При общей позитивности процесса секьюритизации экономики

Российской Федерации развитие рынка ценных бумаг происходит недостаточно равномерно и сопряжено с необходимостью устранения открывающихся недостатков отдельных его составных частей. Это несовершенство законодательной базы, неадекватность требования информационной открытости эмитентов степени их защищённости от негативных внешних воздействий, недостаточный уровень подготовки сотрудников профессиональных участников рынка, неуравновешенность регулирования рынка ценных бумаг от неподконтрольности инсайдеров до локальной «зарегулированности» и прочее.

Как результат, возникают следующие отрицательные явления: недостаточное понимание потенциальным инвестором ценовых движений на фондовом рынке, отношение к ценным бумагам как к «фиктивному капиталу», существующему в отрыве от представленных активов, идея об оттягивании денежных ресурсов из сферы производства товаров, работ, услуг в спекулятивные операции с ценными бумагами. Это чревато уходом инвесторов с российского фондового рынка.

Одной из проблем, равно относящихся к розничным и институциональным инвесторам, является отсутствие чёткого определения категории «стратегия инвестирования» на рынке ценных бумаг, в большинстве случаев подменяемого установкой норматива доходности, реже норматива риска в качестве цели инвестирования, а также принятием торговых алгоритмов. Отсутствие строгой системы действий инвестора на рынке ценных бумаг может вызвать потерю контроля над рыночной ситуацией и, как следствие, над потоком его доходов ближайшего и более отдалённого будущего.

Выявление структуры данной системы, сущности, роли и места её элементов в едином комплексе портфельного инвестирования является темой данного диссертационного исследования.

**Разработанность темы исследования.**Настоящая диссертационная работа опирается на широкий теоретический и практический материал

исследований фондового рынка:

классические теории Дж.Вильямса, М.Гордона, М.Кендалла, Р.Лукаса, Г.Марковица, В.Смита, Ю.Фама, К.Френча, У.Шарпа.

концептуальные разработки М.Гармана, Г.Демсеца, А.Кайла, Д.Канемана, К.Коэна, С.Майера, Дж.Потербы, Р.Ролла, Л.Саммерса, Дж.Трейнора, Д.Уиткома, Р.Шварца, Р.Шиллера, С.Шмидта и других зарубежных учёных.

Значительный вклад в осмысление и систематику вышеозначенного материала, а также в развитие теорий фондового рынка внесли такие российские ученые как Б.И.Алёхин, А.И.Басов, Т.Б.Бердникова, Н.И.Берзон, А.Н.Буренин, В.А.Галанов, Е.Ф.Жуков, В.И.Колесников, Я.М.Миркин, Ю.Б.Рубин, Б.Б. Рубцов, В.И.Солдаткин, А.С.Шведов и другие.

Вместе с тем широта охвата смежных вопросов и углублённое изучение их не имеет достаточно жесткой связи с определением стратегии портфельного инвестирования, предоставляя лишь материал каждому желающему для самостоятельной систематизации. Одновременно многочисленные профессиональные институциональные инвесторы, давая в открытом доступе некоторые детали своих инвестиционных стратегий с целью привлечения розничных инвесторов, разумно оставляют многие ключевые положения в рамках коммерческой тайны.

**Цель диссертационного исследования.**Целью настоящего исследования является обоснование теоретических основ и разработка универсальной методики построения стратегической линии поведения институционального инвестора на фондовом рынке на основе дифференцированного постулирования структурных частей процесса и последующей интеграции их в единый системный комплекс.

**Задачи исследования.**Для достижения поставленной цели определены следующие задачи:

1. Выявить возможности применения фундаментальных теорий фондового рынка, существующих на различных аксиоматических базах, для обоснования инвестиционной деятельности.

1. Уточнить категории «стратегия» и «тактика» в составе комплексной инвестиционной политики на рынке ценных бумаг; разработать методику формирования инвестиционной стратегии на основе расширенной пирамиды Маслоу.
2. Систематизировать существующие классификации фондовых стратегий российских институциональных инвесторов. Обозначить направления для расширения пространства стратегий портфельного инвестирования.
3. Реализовать методику построения индивидуальной стратегии инвестирования, адаптивной к нормативно-правовой среде и расширяемой приемлемыми инвестором научными концепциями.
4. Построить модель портфеля ценных бумаг на основе полученной методики; обосновать результат; показать возможные направления совершенствования стратегии.

**Предмет исследования**- процессы формирования инвестиционных

стратегий российскими управляющими компаниями с точки зрения полноты спектра возможных образов действий инвестора.

**Объект исследования**- организованный рынок ценных бумаг России в условиях приближения к мировым стандартам.

**Теоретические и методологические основы исследования.**Теоретической и методологической базой диссертационного исследования являются: теория рациональных ожиданий инвесторов; теория эффективного рынка капитала; традиционная теория фондовых цен; теория поведенческих финансов; САРМ - модель оценки капитальных активов; теория рыночной микроструктуры; теория эффективных портфелей; традиционный методический аппарат экономики - анализ, синтез индукция, дедукция, аналогия, абстракция, группировка и прочее; методы используемых теорий с предварительным доказательством совместимости с общими методами; программные пакеты METASTOCK 7.0 и Microsoft Excel 2003 в пределах возможностей, не требующих специального математического обоснования.

Практические исследования выполнены на базе данных о торгах на

организованном рынке ценных бумаг, предоставляемых интернет-сайтом Фондовой биржи РТС () за период с сентября 2003 г. по март 2007г., на базе данных о текущей годовой доходности долговых обязательств правительства США, предоставляемых интернет-сайтом ФРС США () за период с декабря 2003г. по март 2007г., а также на основе информации интернет-сайтов российских управляющих компаний и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

**Личный вклад автора и степень новизны научных результатов.**

1. Выявлены возможности совместного использования фундаментальных теорий фондового рынка на основе формулировки общей базы аксиом и постулатов, включающей аксиоматическую базу каждой из теорий; построена таблица условно-допустимых сочетаний некоторых теорий.
2. Разработана методика построения общей стратегической линии поведения институционального инвестора как сегмента комплексной инвестиционной политики на фондовом рынке, основанная на «пирамиде девизов». Методика обладает адаптивностью к внешней среде, гибкостью в последовательности формирования стратегии, доступностью для различных экономических субъектов.
3. Обозначены направления для расширения пространства стратегий портфельного инвестирования; построена системная классификация существующих инвестиционных стратегий российских инвесторов по принципу объединения существующих критериев их разграничения.
4. Реализована в модели методика формирования стратегии российского инвестора; модельная стратегия допускает дополнение приемлемыми инвестором научными концепциями и доступными финансовыми инструментами.
5. Построена модель инвестиционного портфеля с использованием тактического алгоритма аналитического расчёта структурного продукта и с последующим введением основных финансовых инструментов, дающая

устойчивый результат на прогнозном периоде. Определены направления совершенствования стратегии, подтверждающие гибкий характер методики: возможности увеличения количества базовых теорий и инструментов, контрольных показателей и замеров.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**В настоящей работе в духе новейшей истории развития науки рассмотрены возможности совмещенного применения различных теорий фондового рынка, изучающих инвестиционные процессы под различными углами зрения, что предполагает достижение синергетического эффекта. Результаты исследования пригодны для практического использования в формировании инвестиционной политики институциональных и розничных инвесторов в силу лояльности модели к уровню и объёму теоретической подготовки субъекта, самостоятельного выбора им среды осуществления собственной деятельности и постулирования уровней «пирамиды девизов».

**Апробация результатов исследования.**Теоретические и методические положения использовались в создании модельной стратегии российского инвестора, реализовавшейся в формировании модельного портфеля минимального риска при нормативно высокой доходности. Тестирование предложенной модели, осуществленное автором в настоящей работе, продемонстрировало более надёжный относительно расчётного результат.

Методические рекомендации прошли апробацию в банковских структурах при консультировании клиентов в отделах по работе с розничными клиентами и формировании портфельных стратегий в отделах ценных бумаг.

Теоретические и методические положения, материалы исследования и практические результаты докладывались на научных семинарах кафедры государственных и муниципальных финансов и использовались при подготовке лекций и семинарских занятий в Волго-Вятской академии государственной службы и Нижегородском филиале ГУ - Высшая школа

экономики.

**Публикации.**Основные результаты исследования опубликованы в 5 работах общим объёмом 2,18 п.л., в том числе вклад соискателя 1,84 п.л.

1. Новожилова Т.Н., Ханин Д.Г. РДР как инструмент включения России в мировой фондовый рынок // Финансы и кредит. - Москва: ИД «Финансы и кредит» - 2006. - №22, - 0,44 п.л. (из них авт.0,3 п.л.).
2. Новожилова Т.Н., Ханин Д.Г. Влияние глобализации различных рынков на инвестиционный процесс // Управление общественными и экономическими системами. - Орёл: ОГТУ. - 2006. - №2(8). - 0,5 п.л. (из них авт. 0,3 п.л.).
3. Ханин Д.Г. Стратегия и тактика в портфельном инвестировании // Сборник статей аспирантов и соискателей НКИ. - Н.Новгород: НКИ. - 2005. -Вып.12.-0,3 п.л.
4. Ханин Д.Г. Инвестирование на основе пирамиды Маслоу // Сборник статей аспирантов и соискателей НКИ. - Н.Новгород: НКИ. - 2006. - Вып. 13. - 0,56 п.л.
5. Ханин Д.Г. О разделении прямых и портфельных стратегий на рынке ценных бумаг // Учёные записки. - т.7. - Н.Новгород: ВВАГС. - 2006. - 0,38 п.л.

**Объём и структура диссертации.**Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, библиографического списка и приложений. Работа изложена на 150 страницах машинописного текста и содержит 26 таблиц, 17 рисунков и 27 приложений. Библиографический список содержит 161 источник.

## Анализ научных концепций и теорий функционирования фондового рынка как фундаментальной основы портфельного инвестирования

Поскольку целью настоящего исследования является обоснование теоретических основ и разработка методики построения стратегической линии поведения портфельного инвестора на фондовом рынке, необходимо осмыслить «нулевую фазу» данного процесса - выявление возможностей применения в основе построения инвестиционного комплекса фундаментальных теорий фондового рынка, существующих на различной аксиоматической базе.

Среди учений, представляющих научную базу фондового рынка в настоящее время, встречаются концепции, неоднозначно истолковывающие одни и те же явления, порой возникает видимость взаимоисключающих толкований существующих фактов. Для формирования объективного понимания реальных рыночных процессов, безусловно, необходимо изучение некоторых основных теорий, дающих своё концептуальное изображение рынка ценных бумаг.

К таковым, в первую очередь, относится теория рациональных ожиданий [і 3,1 б], предложенная Р.Лукасом и декларирующая равнодоступность любой информации для всех желающих её получить (симметричность информации), собственно всеобщее желание эту информацию собирать и использовать в своей деятельности. Рынок объявлен конкурентным в высшей степени и цикличным с точностью до конкретных ситуаций. Главная идея данной теории состоит в рациональном использовании общедоступной информации инвесторами, что требует специальной оговорки - если уж приняты условия, близкие к модели идеального рынка, то следует предположить массу разнонаправленных инвесторов, совершающих «броуновские» действия, каждый в своей рациональной логике; эта оговорка необходима для защиты от традиционного противоречия - абсолютно правильные действия в идеальных условиях должны привести идеальному состоянию покоя в мире, в реальных условиях этого не наблюдается. Не стоит излишне критиковать теорию рациональных ожиданий как описательную на существующем рынке ценных бумаг, она хороша в качестве комплекса постулатов для моделирования более реалистичной теории в тех же целях, в дальнейшем это будет предъявлено.

Антагонизмом изложенной концепции может выступить теория уверенности инвесторов [147], полностью отвергающая рациональность на рынке, выставляющая его как ненормированный объект совокупного воздействия его участников, который не в состоянии реагировать определённым образом на поступающую экономическую информацию и имеющуюся статистику. Движения цен на рынке представлены результатом действий инвесторов, не знающих сомнений в своей правоте. Хаотичное поведение инвесторов преобразуется в два направления ценового движения на рынке - вверх и вниз - таким образом, преобладание настроений формирует «бычий» либо «медвежий» рынок, а при временном равновесии сил - боковой тренд; далеко не всегда эти тенденции совпадают с просчитанными следствиями из создавшихся экономических условий. Невозможность прямого измерения степени уверенности осложняется органичным неприятием данной концепции людьми с излишне конкретным мышлением; тем не менее, на финансовых рынках имеют место разработки на основе психологии толпы и их успешное применение. В частности, в дальнейшем будет рассмотрено использование в инвестиционном процессе положений поведенческих финансов.

## Прямое инвестирование. Универсальные стратегии роста

Имеющиеся в научной и аналитической литературе классификации инвестиционных стратегий базируются на выбранных авторами основаниях, среди которых фигурируют:

степень активности инвестора [15,16,26,28,35,67];

регламентный состав портфеля по видам активов [13,31,101,102];

целевые установки значений натуральных или синтетических критериев [14,39,46,59,107];

массовость и масштабность применения стратегий [18,19,75,94];

реже встречается принятие основанием метода инвестирования [37,43,88].

Вместе с тем все вышеуказанные основания в совокупности не представлены в единой классификации, которая необходима для полноценного выбора из инвестиционных стратегий, осуществляемых в практике российского рынка ценных бумаг. Прежде, чем приступить к консолидированной классификации инвестиционных стратегий, необходимо определиться с характером зависимости их от предполагаемой миссии инвестора.

Общепринято разделение инвестиций по объектам вложений на реальные и финансовые [16,29,95]. И.А.Бланк разделяет инвестиции по

характеру участия в инвестиционном процессе на прямые (осуществляемые без посредников) и непрямые (производимые с участием финансового посредника) [29]. Б.И.Алёхин уточняет данное разделение для инвестирования на рынке ценных бумаг следующим образом:

Прямые инвестиции в ценные бумаги дают право инвестору управлять предприятием (например, инвестору принадлежит существенная доля голосов по акциям); прямой инвестор - это предприниматель.

Косвенные или портфельные инвестиции производятся с целью получения части предпринимательского дохода прямого инвестора от использования совокупного капитала в виде процентов и дивидендов. Портфельного инвестора не волнует, сколько акций надо купить, чтобы управлять предприятием, его волнует вопрос, сколько акций и каких предприятий надо купить, чтобы увеличить доход при данном риске [іб].

Подобное разделение инвесторов на прямых и портфельных может оказаться недостаточным для формирования стратегии по следующим причинам:

1. Миссию нельзя обозначить одним словом - управление или доход; в предыдущих параграфах уже рассматривалась возможность постановки уточнённых или дополнительных целей. Полновесное описание стратегии состоит не из одной или двух фраз, а из качественного изложения всех целей, характера и регламента деятельности.

2. Предпринимателя должны интересовать его доходы как акционера; в любом случае он должен стремиться к их изменению в зависимости от текущей экономической ситуации. Это может быть искусственное увеличение доходности по ценным бумагам с целью привлечения дополнительных инвестиций; это может быть и ущемление интересов миноритариев.

3. Портфельный инвестор претендует на часть прибыли предприятия пропорционально своему участию в капитале, но не управляет им в полной мере; следовательно, он должен быть осведомлён о качестве предпринимательского управления и о своевременности и объёме текущих (и окончательных) выплат. В связи с этим пассивные портфельные стратегии предполагают стремление инвестора владеть определённым процентом бумаг, что позволит ему проводить тонкие тактические приёмы для защиты своих интересов в случае опасности принятия нежелательных ему решений на общем собрании акционеров. Это может быть создание консорциума инвесторов, соблюдение рассчитанного баланса разных бумаг одного эмитента и прочее.

4. Теория эффективных портфелей обозначает «портфелем» любой набор ценных бумаг, независимо от объёма вложений и количества инструментов; данное научное направление работает, даже если инвестор им не пользуется. Вопрос о доле бумаг от общего объёма данного выпуска данного эмитента при этом не ставится, и было бы неоправданно исключать из рассмотрения крупные пакеты бумаг. К котировальному списку «Б» на ММВБ допущены акции эмитента, у которого максимальное количество обыкновенных акций во владении одного лица (или аффилированных лиц) не превышает 90 %. Поэтому при биржевом обороте и оставшиеся 10 % акций разложены по разным портфелям, и означенные 90 % также составляют портфель.

Рассмотренные аргументы дают основание снизить категоричность дифференциации инвесторов на прямых и портфельных. На рынке ценных бумаг существуют инвесторы, которых можно отнести и к прямым, и к портфельным и классифицировать следующим образом.

## Определение внешней среды «пирамиды девизов»

Выбор метода построения авторской инвестиционной стратегии может быть основан на «пирамиде девизов». При построении пирамиды необходимо учитывать существующую на фондовом рынке инвестиционную практику, особенности национального рынка ценных бумаг и реальные возможности инвестора. Должна быть определена также определенная «научная идейность» инвестора (без которой не удастся создать целостную миссию).

Для этого необходимо изначально обозначить среду построения пирамиды, т.е. сформулировать два составляющих внешнюю среду комплекса решений:

I. Определить степень влияния на формируемый инвестиционный процесс правового регулирования рынка ценных бумаг со стороны государства и саморегулируемых организаций. Если для частного инвестора, оперирующего собственными средствами, регулирование касается в основном налогообложения и доступных активов, то при первом же движении в сторону институционального инвестирования или прямого привлечения заёмных средств возникает жёсткий регламент законодательства и профессиональных кодексов, ограничивающий и объекты, и способы инвестирования.

П. Определить доступную для работы базу финансовых активов. Уже этот шаг во многом зависит от формы и места организации субъекта и от его предпочтений в контактах с возможными посредниками. Сейчас, в принципе, можно изыскать способы для инвестирования в ценные бумаги эмитентов любой страны и работать с ними через брокерские компании на любой бирже (или во внебиржевой электронной системе). Инвестор должен решить для себя следующие вопросы:

- география объектов инвестирования,

- степень доверия посредникам,

- допустимый размер комиссионных посредника (цепочки посредников),

- соответствие предоставляемых посредником услуг законодательству (здесь существует риск несоответствия, поскольку новые услуги обычно опережают законодательство),

- надёжность гарантий прав инвестора.

В рамках данного комплекса решений возможно определение приемлемых видов ценных бумаг на уровне субъективного отношения инвестора к следующим проблемам: отсутствие деривативов на желаемые основные активы, низкая ликвидность, возникновение новых финансовых активов, их неоднозначные перспективы и недостаточная правовая урегулированность.

Оба комплекса могут иметь в своём составе одни и те же элементарные решения, поэтому в формируемой внешней среде модельной стратегии сначала принимаются отдельные решения, затем составляются данные комплексы.

Во второй главе настоящей работы выявлено, что в России налицо значительное отставание портфельного инвестирования на глобальном рынке от инвестирования во внутренние бумаги (в части доли в совокупной стоимости чистых активов финансовых посредников на рынке ценных бумаг тех управляющих компаний, которые в принципе предлагают возможности инвестирования на глобальном рынке).

Представляется интересным использование в построении индивидуальной стратегии международной диверсификации рисков. Предпосылки подобного выбора следующие: