Осипов Вадим Иванович. Инвестиционный банковский портфель ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 СПб., 1999 152 с. РГБ ОД, 61:99-8/1298-2

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Сущность, цели и задачи инвестиционного банковского портфеля.

1.1. Сущность инвестиционного банковского портфеля и его функции 11

1.2. Инвестиционная деятельность банков на рынке ценных бумаг 28

Глава 2. Портфель акций и облигаций.

2.1. Портфельные инвесторы и виды портфелей ценных бумаг .... 36

2.2. Особенности формирования портфеля акций и облигаций 47

2.3. Формирование портфеля государственных облигаций и стратегия управления им 53

2.4. Определение доходности акций и облигаций 64

2.5. Портфель ценных бумаг для доверительного управления средствами клиентов 69

Глава 3. Управление инвестиционным банковским портфелем.

3.1. Управление инвестиционным портфелем, в том числе в условиях финансового кризиса 83

3.2. Учет рисков при формировании портфеля ценных бумаг и методы их нивелирования 101

3.3. Диверсификация портфеля ценных бумаг 112

3.4. Эффективность портфельного инвестирования 115

Заключение , 127

Список литературы 134

Приложения

Приложение № 1 Инвестиционный банк и его организационная структура .. 145

Приложение № 2 Анализ общих и специальных факторов, определяющих

привлекательность акций для портфельного инвестора .... 149

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**подтверждается текущей ситуацией на финансовом рынке страны. В период определенного упадка финансового сектора банки будут стремиться активизировать работу в области формирования и реструктуризации инвестиционного портфеля. Кризис финансового рынка заставляет банки оптимизировать свой портфель. Актуальность выбранной темы подтверждается необходимостью скорейшего обучения инвесторов методам математического анализа, способам принятия решений о вложении денежных средств только на основе предварительного изучения финансовых и инвестиционных документов, которые могли бы помочь ориентироваться в сложных процессах фондового рынка. Не менее актуальной задачей является адаптация западной теории оптимального портфельного управления для современных российских условий.

Сформировать портфель ценных бумаг - это значит некоторым образом распределить сумму денежных средств между набором финансовых инструментов на какой либо срок таким образом, чтобы в любой из определенных моментов времени существования данного портфеля можно было бы получить инвестируемую сумму с некоторым доходом при условии минимизации риска.

Развитие фондового рынка породило не только новые финансовые инструменты, но и специфические операции с ценными бумагами: эмиссию, сделки купли- продажи на вторичном рынке, листинг, котировку, депозитарную деятельность, доверительное управление средствами клиентов. Диссертационная работа посвящена проблемам формирования и управления инвестиционным портфелем коммерческого банка.

В настоящее время круг проблем рынка ценных бумаг, изучаемых экономической наукой, очень широк. Диссертационное исследование посвещено одной из таких главных проблем, а именно, проблеме эффективности инвестиций в ценные бумаги, то есть оценке стоимости и доходности последних по их отдельным видам и категориям при формировании инвестиционного портфеля.

Важность и значимость этой задачи тем более велика, что слабая разработка этих проблем, а также нехватка специалистов по оценке эффективности инвестиций в ценные бумаги, тормозят развитие рынка ценных бумаг, затрудняют процессы формирования портфельных инвесторов.

Анализ специальной литературы по теме диссертационного исследования показал, что несмотря на многочисленность публикаций, в них отсутствует достаточно системный подход к исследованию именно российского опыта формирования и управления инвестиционным портфелем. В монографиях отмечаются лишь отдельные частные вопросы, связанные с формированием того или иного портфеля и поведением отдельных видов ценных бумаг. Вместе с тем остаются недостаточно исследованными особенности теории портфельного инвестирования, двумерные и многомерные модели портфельного анализа. Практически отсутствуют солидные публикации, содержащие сравнительный анализ и модели портфельных инвестиций.

Вместе с тем, ученые российской экономической школы приложили значительные усилия для создания теоретической базы развития одного из основных сегментов финансового рынка, а именно рынка ценных бумаг. Так, общеметодологические основы его функционирования раскрыты в трудах таких ученых, как Алексеев М.Ю., Алехин М.Ю., Белоглазова Г.Н., Колесников В.И., Кроливецкая Л.П. Леонтьев В.Е., Миркин Я.М., Михайлова Е.В., Молчанова О.А., Романовский М.В.. Торкановский B.C., Фельдман А.А. и др.

Конкретные прикладные проблемы формирования и управления портфелем ценных бумаг достаточно полно и всесторонне рассмотрены в работах таких российских ученых, как : Бочаров В.В., Касимов Ю.Ф., Корович Е., Меркулов *Я.С.,*Первозванские А.А. и Т.Н., Стоянова Е., Чесноков А.С., Четыркин Е.М.

Значительную роль при подготовке настоящего исследования сыграло изучение автором работ выдающихся американских экономистов У. Шарпа и Г. Марковича, а также работ, посвященных проблемам инвестирования в ценные бумаги таких зарубежных экономистов как : Хелферт Эрик, Холт Р.Н., Хорн Дж. К. Ван, Шим Джейн К.

Изучение теории и практики формирования инвестиционного портфеля, как сложной системы операций, показало, что невозможно выработать стройную систему путем фрагментного переноса и использования опыта различных развитых стран. Необходимо учитывать специфические экономические условия современной России. Все это вызывает необходимость проведения более полного системного анализа портфельных теорий.

Наличие комплекса указанных проблем в теоретическом и в практическом плане обусловило выбор темы исследования, ее актуальность, а также общую цель и основные задачи диссертации.

**Цель исследования**- определить принципы формирования инвестиционного портфеля банка, сформулировать концепцию управления портфелем. Разработать комплекс рекомендаций, направленных на совершенствование работы профессиональных участников рынка ценных бумаг. Разработать систему предложений, направленных на совершенствования инвестиций в государственные и корпоративные ценные бумаги.

Общие методологические предпосылки проведения исследования обуславливаются тем, что функционирование финансового рынка жизненно важно для создания механизма социально- регулируемой рыночной экономики и расширения ее базиса, многомиллионного слоя собственников - акционеров и владельцев фондовых ценностей.

В соответствие с выдвинутой целью, избранным объектом и предметом исследования для научной проработки и решения приняты следующие **задачи**:

определить реальное значение рынка ценных бумаг для экономики страны и классификация инвестиций;

исследовать исторические аспекты становления и развития теорий портфельного инвестирования;

обозначить новые общеэкономические, политические, социальные и иные факторы, оказывающие непосредственное влияние на инвестиционные процессы;

проанализировать западную теорию портфельного инвестирования и разработать механизмы формирования и управление портфелем ценных бумаг, приемлемые для российских условий:

исследовать различные виды правительственных финансовых инструментов, корпоративных ценных бумаг в целях решения конкретных проблем портфельного инвестирования;

обозначить существующие на российском фондовом рынке различного рода риски, определить их классификационную структуру, а также определить механизмы нивелирования влияния рисков;

обосновать эффективные методы защиты инвесторов, формирующих инвестиционный портфель;

выявить противоречия и недостатки в теории портфельного инвестирования;

идентифицировать процесс принятия инвестиционных решений;

разработать на основе проведенного анализа комплекс рекомендаций, направленных на совершенствование фондового рынка страны, улучшение инвестиционного климата, а также оптимизации портфельных инвестиций.

**Предметом**исследования является экономические отношения, возникающие в процессе формирования и управления инвестиционным банковским портфелем ценных бумаг для обеспечения эффективности его функционирования.

**Объектом**настоящего исследования стали экономические взаимоотношения участников рынка ценных бумаг, анализ инвестиционных качеств ценных бумаг, а также процессы, связанные с формирование и управлением- инвестиционным банковским портфелем.

**Методологической основой**диссертационной работы послужили результаты фундаментальных и прикладных исследований в области операций, осуществляемых профессиональными участниками фондового рынка и инвестиционных качеств ценных бумаг, обращающихся на рынке. Автор опирался на положения экономической науки в области портфельных инвестиций и операций на рынке ценных бумаг.

**Теоретической**и **информационной**базой исследования являются труды отечественных и зарубежных ученых. Настоящее исследование выполнено с учетом нормативно-правовых условий функционирования фондового рынка и в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации. Автор использовал большое количество законодательных и нормативных актов по вопросам организации и функционирования фондового рынка, справочных документов, монографий по рынку ценных бумаг и другой литературы. В работе использованы постановления правительственных органов, действующие инструктивные, методические и справочные материалы, опубликованные в статистических сборниках Госкомстата РФ. Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), Российской торговой системы (РТС), а также в периодических изданиях.

Особое внимание обращалось на законодательное обеспечение российского рынка. В сложных экономических условиях автор подчеркивает значение, которое имеет для стабильного развития рынка ценных бумаг дальнейшее совершенствование его нормативно-законодательного обеспечения.

В основе **методов исследования**лежит диалектический подход, предполагающий изучение экономических явлений в их постоянном развитии и взаимосвязи. Широко применялись системный анализ, обобщение, логический и сравнительный анализ, синтез и т.д. Исследование строилось с применением принципов системного подхода, приемов сравнительного и экономико-математического анализа, разработки прогнозных оценок.

**Научная новизна**данного исследования выражается, прежде всего, в нетрадиционном подходе к изучению вопросов формирования и управления инвестиционном банковским портфелем.

Научная новизна результатов, полученных в ходе исследования, обуславливается также тем, что в ходе его проведения :

на основе изучения отечественной и зарубежной литературы дано определение портфеля ценных бумаг;

по новому освящены вопросы выбора инвестиционных активов;

построен и обоснован алгоритм формирования инвестиционного портфеля;

обосновано значение теории оптимального выбора портфеля ценных бумаг, представлен ряд соответствующих рекомендаций;

предложена новая квштификация рисков в процессе инвестирования:

предложены ряд практических рекомендаций портфельным инвесторам;

разработана технология формирования инвестиционного портфеля с учетом основных его характеристик (доходности и риска);

предложена классификация этапов формирования инвестиционного портфеля, проанализировано значение каждого этапа и дан комплекс рекомендаций по каждому из этапов;

выработана методика оценки стоимости и доходность инвестиционного портфеля;

- с учетом опыта формирования и управления портфелем ценных бумаг развитых стран, дана всесторонняя характеристика существующих методов, на основе чего, обоснована система формирования портфеля, адаптированная к современным условиям российского фондового рынка.

В процессе написания диссертационной работы решен ряд технологических и технических вопросов становления и развития процессов формирования и управления портфелем ценных бумаг на современном этапе.

**Практическое значение**настоящего исследования состоит в том, что оно способствует созданию и внедрению более эффективных финансовых инструментов и технологий, а также форм управления капитала. В период проведения исследования была разработана методология определения эффективности инвестиций в ценные бумаги, а также выделены некоторые ориентиры для деятельности профессиональных инвесторов при формировании и управлении портфелем ценных бумаг. Практические рекомендации, содержащиеся в этом исследовании, были внедрены в ряде коммерческих банков Санкт-Петербурга и дали экономический эффект. Теоретическая' и практическая значимость работы связана с тем, что она представляет собой завершенное

исследование одной из актуальных проблем функционирования рынка ценных бумаг, а именно, механизма формирования и управления портфелем ценных бумаг, сформированного профессиональным участником рынка.

**Структура диссертационной работы.**

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, а также приложений.

В первой главе вводится понятие инвестиционного портфеля банка, дается его сущность, формулируются цели и задачи.

Во второй главе дается характеристика портфеля, его составных частей. Производится классификация портфельных инвесторов. Формулируются принципы формирования и управления портфелей акций и государственных краткосрочных облигаций. Анализируются и сравниваются существующие формы доверительного управления средствами клиентов.

В третьей главе подробно рассматриваются тактика и стратегия коммерческого банка при формировании и управлении портфелем, даются конкретные рекомендации. В главе освящаются проблемы снижения различного рода рисков и способы диверсификации инвестиционного портфеля. Приводятся методики оценки эффективности вложений, расчета доходности портфеля. Учитывая реальную ситуацию на фондовом рынке, нами освящен вопрос управления инвестиционным портфелем в условиях финансового кризиса.

## Сущность инвестиционного банковского портфеля и его функции

Экономическая деятельность отдельных хозяйствующих субъектов и страны в целом в значительной мере характеризуется объемом и формами осуществляемых инвестиций. Термин «инвестиции» происходит от латинского слова «invest», что означает «вкладывать». В наиболее широкой трактовке инвестиции представляют собой вложение капитала с целью последующего его увеличения. При этом прирост капитала должен быть достаточным с тем, чтобы компенсировать инвестору отказ от использования имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск, возместить потери от инфляции в предстоящем периоде.

Источником прироста капитала и движущим мотивом осуществления инвестиций является получаемая от них прибыль. Эти два процесса - вложение капитала и получение прибыли - могут происходить в различной временной последовательности. При последовательном протекании этих процессов прибыль получается сразу же после завершения инвестиций в полном объеме. При параллельном их протекании получение прибыли возможно еще до полного завершения процесса инвестирования. При интервальном протекании этих процессов между периодами завершения инвестиций и получением прибыли происходит определенное время, которое зависит от форм инвестирования и особенностей конкретных инвестиционных проектов. Указанные нами возможные временные последовательности будет использованы в дальнейшем при описании форм управления инвестиционным банковским портфелем.

Российское законодательство дает свое определение инвестиционного процесса. В соответствии с законом «Об инвестиционной деятельности» «...инвестициями являются все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности, в результате которой создается прибыль (доход) или достигается социальный эффект ».

Инвестиционные операции банка — деятельность банка по вложению (инвестированию) денежных и иных резервов банка в ценные бумаги, драгоценные металлы и иные объекты вложений, рыночная стоимость которых способна расти и приносить банку доход в форме процентов, дивидендов, прибыли от перепродажи и других прямых и косвенных доходов. Мы будем рассматривать только инвестиции в ценные бумаги.

Правовой основой инвестиционных операций банка являются : Гражданский кодекс РФ, Законы РФ «Об инвестиционной деятельности», «О банках и банковской деятельности», «О Центральном банке» и «О рынке ценных бумаг». Этими законоположениями банку разрешается любой из указанных выше видов вложений, за исключением тех из них, которые ведут к прямому и непосредственному участию банка в производстве и торговле материальными ценностями, страховой деятельности.

Режим инвестиционных операций банка определяется антимонопольным законодательством, нормативными актами, определяющими порядок участия банков в капиталах коммерческих организаций, а также инструкциями и другими подзаконными актами Банка России по регулированию ликвидности, состава и качества активов, порядка и учета инвестиционных операций.

Наконец, важнейшее значение имеет налоговое законодательство (налоговый выигрыш или проигрыш имеют часто решающее значение для выбора объектов инвестиций).

Рассмотрим от чего зависят объемы инвестиций. Факторы влияющие на этот показатель довольно многочисленны. Прежде всего, объем инвестиций зависит от распределения получаемого дохода на потребление и сбережение. В условиях низких среднедушевых доходов основная их часть расходуется на потребление.

1 Закон Об инвестиционной деятельности в РСФСР от 26.06.1991 г. Ведомости Съезда народных депутатов

Рост доходов вызывает повышение их доли, направляемой на сбережения, которые служат источником инвестиционных ресурсов. Следовательно, рост удельного веса сбережений вызывает соответствующий рост объема инвестиций и наоборот.

Значительное влияние на объем инвестиций оказывает ожидаемая норма чистой прибыли. Это связано с тем, что прибыль является основным побудительным мотивом инвестиций. Чем выше ожидаемая норма прибыли, тем соответственно выше будет объем инвестиций и наоборот.

Существенное влияние на объем инвестиций оказывает ставка ссудного процента. Дело в том, что в процессе инвестирования используется не только собственный, но и заемный капитал. Если ожидаема норма чистой прибыли превышает ставку ссудного процента, то при прочих равных условиях инвестирование окажется эффективным. Поэтому рост ставки судного процента вызывает снижение объема инвестиций и наоборот.

Среди факторов, оказывающих существенное влияние на объем инвестиций, следует отметить также предполагаемый темп инфляции. Чем выше этот показатель, тем в большей степени будет обесцениваться будущая прибыль от инвестиций и, соответственно, меньше будет к наращиванию объемов инвестиций. На объем инвестиций могут оказывать влияние также и другие факторы. Например, социально-политический климат в стране, а также уровень интеграции экономики страны в мировую финансовую систему.

Современные требования Центрального Банка России к ликвидности активов, осознание необходимости управления рисками играют существенную роль и выводят вопрос об оптимизации размещения временно свободных денежных средств на более качественный уровень. Правильная организация управления свободными денежными средствами является важной частью процесса эффективной деятельности банка, особенно на фоне снижающийся рентабельности и возрастающих рыночных рисков.

## Портфельные инвесторы и виды портфелей ценных бумаг

Как уже было отмечено ранее, при формировании инвестиционного портфеля инвестор должен более четко сформулировать свою стратегию управления и определить будущий тип портфеля. Остановимся на этом более подробно.

На фондовых рынках обращается большое количество ценных бумаг, и число возможных комбинаций из них огромно. Инвесторы могут формировать портфели с разным уровнем доходности и, соответственно, с разным уровнем риска. Разные инвесторы имеют и различные цели. В экономической литературе встречаются следующие классификации и принципы создания инвестиционного портфеля:

агрессивный (рисковый) - нацеленный преимущественно на получение дохода от прироста курсовой стоимости входящих в портфель ценных бумаг (в основном акций). Владелец данного портфеля склонен к высокой степени риска. Такой инвестор стремиться к как можно большей доходности и вкладывает капитші в рисковые бумаги.

умеренный (рыночный) — доход будет складываться за счет прироста курсовой стоимости, процентов по твердодоходным государственным ценным облигациям, а также из дивидендных выплат. Инвесторы с умеренной стратегией в качестве основного приоритета избирают величину дохода, не ограничиваясь жесткими рамками периода инвестирования.

консервативный - портфель формируется из. государственных облигаций. Инвестор склонен к меньшей степени риска. Инвестор, придерживающийся консервативной стратегии управления портфелем, заинтересован в получении стабильного дохода в течении длительного периода времени.

Поэтому для него предпочтителен непрерывный поток платежей в виде процентных выплат по бумагам. Главной задачей консервативного инвестора является гарантия получения дохода. Он согласен на меньшую доходность, которая компенсируется высокой надежностью. Вышеприведенная классификация не является единственной: инвесторов можно классифицировать по ряду других признаков. Наиболее значимым из них можно считать их статус, т.е. инвесторы могут быть индивидуальными (физические лица), институциональными (коллективными) и профессионалами (профессионалы рынка).

Как видно из приведенной классификации, при осуществлении своей инвестиционной стратегии, банки могут ориентироваться на разные целевые установки: на получение более или менее высокого и стабильного текущего дохода или дивидендов, либо на рост стоимости самих ценных бумаг, т. е. увеличение вложенного капитала. Наконец, возможно сочетание обеих этих целей.

Однако, в любом случае при формировании стратегии инвестирования необходимо выполнять так называемое «золотое правило инвестирования». Оно состоит в следующем: доход от вложений в ценные бумаги прямо пропорционален риску, на который готов идти инвестор ради желаемого дохода. Связь между степенью риска и нормой прибыли определяется следующим образом : минимально необходимая для инвестора норма прибыли равна норме прибыли по безрисковым инвестициям плюс премия за риск по данной инвестиции.

## Управление инвестиционным портфелем, в том числе в условиях финансового кризиса

Разработка инвестиционных стратегий всегда основывается на анализе доходности от вложения средств, времени инвестирования и возникающих при этом рисков. Эти факторы во взаимосвязи определяют эффективность вложений в тот или иной инструмент фондового рынка. Принятая инвестиционная стратегия определяет тактику вложения средств: сколько средств и в какие ценные бумаги следует инвестировать и, следовательно, всегда является основой операции с ценными бумагами. Итак, разработка инвестиционной стратегии прежде всего преследует цель максимизации дохода от вложения средств на основе минимизации цены ресурсов, используемых для инвестирования и затрат на проведение операции, и выбора варианта инвестирования, обеспечивающего наивысшую, по сравнению с возможными, доходность.

Под управлением понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

a) сохранить первоначально инвестированные средства;

b) достигнуть максимального уровня дохода;

c) обеспечить инвестиционную направленность и ликвидность портфеля. Управление портфелем ценных бумаг имеет целью снижение инвестиционного

риска, получение дохода (в виде дивидендов и процентов, а также разницы между ценами покупки и продажи) и обеспечение прироста капитала и включает в себя планирование, формирование, анализ и регулирование его структуры для достижения поставленных целей, при сохранении необходимого уровня его ликвидности и минимизации расходов, связанных с ним. Все перечисленные шаги входят в концепцию формирования и управления портфелем и были рассмотрены нами в самом начале работы в параграфе 1.1.

Стратегия прогнозирования основывается на построении инвестором прогнозов направления, величины и моментов изменений рыночного процента. На основе этих прогнозов происходит формирование портфеля и, в последующем, изменения его структуры. Особенно успешно этот вид стратегии может применяться теми инвесторами, которые располагают дополнительной информацией, которой нет у других участников рынка. Стратегия свопинга подразумевает постоянный обмен, ротацию ценных бумаг через рынок. Инвестор постоянно отслеживает все изменения структуры фондового рынка. При появлении на рынке более выгодных бумаг они покупаются, а бумаги, ранее включенные в портфель, при падении их эффективности продаются. Как часть активной стратегии может использоваться также арбитраж, когда отдельные небольшие временные расхождения курсов между отдельными рынками либо их сегментами используются для получения прибыли. Другой вариант — поиск недооцененных бумаг (например, в расчете на единицу производимых эмитентом нефти, металла и т.п. в сравнении с ценными бумагами аналогичных предприятий). Выигрыш достигается не столько за счет диверсификации портфеля, сколько за счет покупки ценных бумаг на нижних точках текущих колебаний курсовой стоимости и продажи их на верхних точках.

Основной идеей стратегии пассивного управления является гипотеза об эффективности рынка, на котором практически нет возможности достижения дополнительной прибыли без соответствующего увеличения риска, и значит главная идея активного управления - достижение прибыли выше среднерыночной - связана с дополнительными издержками. Главная цель пассивного управления - максимально возможное снижение несистемного риска портфеля путем его диверсификации. Этот тип управления предполагает создание хорошо диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска. При этом инвестор ориентируется на сложившиеся пропорции на рынке и формирует портфель на основе расчетов аналитиков. Ликвидность, риск и доходность входящих в них ценных бумаг соответствуют в тенденции средним условиям рынка и определяются ими.

Структура портфеля либо не меняется в течение долгого времени, либо периодически изменяется в зависимости от изменений структуры рынка. Соответственно, в рамках пассивной стратегии управления можно выделить стратегию "купить и держать", которая предполагает, что после формирования портфеля включенные в него ценные бумаги держаться возможно долгий срок, несмотря на текущие колебания структуры рынка (если это портфель облигаций, то они, как правило, покупаются до погашения.

Примером пассивной политики также может быть формирование индексных портфелей (портфели, в которые входят те же самые ценные бумаги, что и те, на основе которых рассчитывается тот или иной фондовый индекс1). В этом случае рыночная стоимость портфеля2 следует за движением фондового индекса, минимальны затраты на его аналитическую поддержку, на выплату комиссионных брокерам в стремлении активно покупать-продавать ценные бумаги, достигая максимума прироста курсовой стоимости.

Преимущество пассивной стратегии состоит в низких расходах на управление портфелем, т.к. инвестору не требуется проводить дополнительные дорогостоящие исследования фондового рынка и отдельных бумаг, неизбежные при активном управлении. Поэтому пассивная стратегия обычно используется инвесторами, объемы вложений которых относительно невелики.