Ларин Евгений Александрович. Совершенствование инвестиционной деятельности коммерческих банков на российском рынке акций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2005 193 с. РГБ ОД, 61:05-8/2892

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы портфельного инвестирования. 9

1.1. Инвестиционный портфель: сущность, понятие, виды, управление. 9

1.2. Основные направления анализа качественных характеристик ценных бумаг и учет фондовых рисков. 31

Глава 2. Мировая практика формирования состава и структуры портфеля акций 55

2.1. Базовые принципы формирования оптимального портфеля. 55

2.2. Технический способ выбора объекта инвестирования. 72

2.3. Фундаментальный способ выбора объекта инвестирования. 88

Глава 3. Осуществление российскими коммерческими банками инвестиций в акции. 110

3.1. Целесообразность выхода коммерческих банков на российский рынок акций. 110

3.2. Расчет внутренней стоимости компании при отрицательном размере доходов владельца. 124

3.3. Расчет внутренней стоимости компании при положительном размере доходов владельца. 143

Заключение 165

Приложение № 1 «Результаты анализа внутренней стоимости Конаковской ГРЭС». 176

Приложение № 2 «Результаты анализа внутренней стоимости ГМК Норильский никель». 177

Приложение № 3 «Результаты анализа внутренней стоимости Череповецкого МК Северсталь». 178

Приложение № 4 «Результаты анализа внутренней стоимости ВолгаТелеком». 179

Приложение № 5 «Результаты анализа внутренней стоимости СибирьТелком». 181

Приложение № 6 «Результаты анализа внутренней стоимости ЦентрТелеком». 183

Приложение № 7 «Результаты анализа внутренней стоимости Уралсвязьинформ». 184

Библиографический список литературы 185

**Введение к работе**

С переходом России к рыночным реформам в стране начал формироваться новый сектор экономики - рынок ценных бумаг. Последние десять лет показали необходимость, необратимость и более чем скромные темпы его развития. За столь небольшой промежуток времени Россия в полной мере смогла ощутить влияние нового рынка на экономику страны, а через неё и на общую ситуацию в стране.

Достаточно длительное время подавляющая часть финансовых и нефинансовых организаций вместо того, чтобы вкладывать деньги в реальную экономику направляли все возможные собственные и заемные ресурсы на рынок государственных обязательств. Причина этого - необоснованно высокая доходность российских государственных ценных бумаг.

Ситуация кардинально поменялась после известных событий августа 1998 года, в ходе которых стало ясно, что государство не является самым лучшим заемщиком. Этот кризис заставил российский финансовый сектор, в первую очередь коммерческие банки, искать новые сферы вложения капитала.

Произошедшая девальвация национальной валюты позволила ожить или существенно увеличить темпы роста многим отраслям промышленности. Активный процесс замещения импортной продукции российскими аналогами, рост цен на российские энергоресурсы и другое сырье, положительная динамика рынка недвижимости, увеличение реальных доходов населения заставили коммерческие банки обратить внимание на кредитный рынок. Он стал основным генератором доходов для банков.

Значительные валютные поступления в страну увеличивали золотовалютные резервы Центрального Банка, и одновременно ликвидность банковской системы России. На этом фоне банки активно наращивали свои кредитные портфели, зачастую в ущерб качеству. В итоге на сегодняшний день кредитный портфель, хотя и является основным способом размещения денежных средств коммерческими банками, но не отвечает привычным требованиям инвесторов: доходность постоянно сокращается, а риски возрастают.

Реальная доходность государственных ценных бумаг на сегодняшний день является отрицательной. На рынке корпоративных и субфедеральных облигаций наблюдается значительный разброс в доходности, но бумаги основных российских регионов и компаний приносят прибыль сопоставимую рынку бумаг Министерства Финансов Российской Федерации, а менее мощные субъекты федерации и предприятия не интересны с позиций риск - ожидаемая доходность.

Рынок акций российских предприятий в последние несколько лет растет достаточно высокими темпами - в среднем почти на 60 % в год за 2001 - 2003 гг. Платформой роста являются устойчивые темпы экономического подъема в стране, снижение политических рисков, приток западных инвестиций. Соответственно количество эмитентов потенциально интересных для инвестиций стало большим, нежели 5 лет тому назад.

Таким образом, становится очевидным необходимость вложения в акции российских предприятий, доходность от операций с которыми сейчас потенциально выше, чем вложения в иные ценные бумаги или на кредитном рынке.

В этих условиях весьма важной стала проблема профессионального управления портфелем ценных бумаг. Если раньше менеджер выбирал всего лишь какой-то из выпусков ГКО, ту или иную серию, то теперь возможности для маневра существенно выше, а выбор значительно сложнее. Квалифицированная оценка ценных бумаг с позиции риск-доходность становится залогом успеха деятельность коммерческого банка на фондовом рынке.

В процессе работы над диссертацией были изучены российские законодательные и другие нормативные акты, труды отечественных и зарубежных ученых экономистов в области финансовых рынков, ценных бумаг, финансового менеджмента.

Теоретические основы портфельного инвестирования: понятийный аппарат, операции коммерческих банков на фондовом рынке, риски осуществления инвестиций в ценные бумаги, классификация типов портфелей, управление портфелем ценных бумаг, нашли свое отражение в работах М.Ю. Алексеева, А.И. Басовой, В.А. Боровковой, С. Вайна, В.А. Галановой, Ю.А. Данилова, Н.П. Маренкова, Я.М. Миркина, Р.Г. Ольховой, Е.В. Семенковой. Анализ их работ показал, что точки зрения авторов зачастую разнятся, а каждый из них старается подробно изучить только отдельные блоки этой тематики. Соискателю не удалось найти научных изданий, разбирающих комплексно все стороны работы коммерческого банка на фондовом рынке России, управления портфелем ценных бумаг, и дающих практические рекомендации по выбору эффективных объектов инвестирования.

Различные модели формирования оптимального портфеля ценных бумаг описаны в трудах Я. Бучаева, А.П. Иванова, М.В. Кузнецова, П. Нифатова, А.С. Овчинникова, А. Цыганка, А.С. Шапкина, А. Эрлих, У. Баффета, Б. Бойда, Э.С. Бредли, Ю. Бригхема, Л. Гапенски, Д.Д. Мэрфи, Р.Д. Тьюлза, Т.М. Тьюлза, Л. Энгела. Из предлагаемого разнообразия моделей осуществления инвестиций автору необходимо выбрать наиболее эффективную.

Такие авторы как А.Г. Грязнова, В.Е. Есипова, В.И. Колесников, B.C. Торкановский, Э.А. Уткин, М.А. Федотова освещают проблему оценки рыночной стоимости компании как бизнеса, способного генерировать доход. Модели формирования оптимального портфеля ценных бумаг, предлагаемые перечисленными выше авторами, не являются законченными - целесообразно совместить их с методиками, разработанными в рамках оценочной деятельности.

Существующие методики формирования оптимального портфеля ценных бумаг разработаны для использования на западных фондовых рынках. Развитие рыночных отношений за рубежом имеет многовековую историю. Бизнес многих компаний видел взлеты и падения, тем самым стал более предсказуемым. Финансовую отчетность западных компаний, несмотря на вскрывшиеся -недавно факты подтасовок в ряде крупных американских компаний, следует признать более прозрачной, нежели российских. Инфраструктура финансовых рынков и, прежде всего фондовые биржи накопили колоссальный массив статистических данных.

В целом, проведенное автором изучение различных концептуальных подходов к проблеме управления портфелем акций, особенно с учетом специфики российского фондового рынка, выявило слабую проработку данного вопроса в экономической литературе, неоднородность суждений, отсутствие комплексного подхода.

Поэтому существует необходимость переосмыслить данные методики с учетом российской действительности и выбрать или разработать методику максимально эффективную для использования коммерческими банками в России.

Актуальность и недостаточная научная разработанность проблемы определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования состоит в определении целесообразности выхода коммерческих банков на российский рынок акций и совершенствовании существующих методик инвестирования с учетом обеспечения максимальной эффективности инвестиций в акции российских предприятий при минимально допустимом уровне риска.

Для достижения цели в диссертации были поставлены следующие основные задачи:

определить целесообразность выхода коммерческих банков на российский рынок акций;

установить наиболее эффективный способ управления портфелем ценных бумаг;

определить необходимые сроки осуществления инвестиций в российских условиях;

определить перечень и характер рисков операций на фондовом рынке России;

выявить основополагающие принципы формирования портфеля ценных бумаг;

проанализировать основные технологии управления портфелями ценных бумаг, выявить их достоинства и недостатки;

выявить или разработать наиболее эффективную модель инвестирования для коммерческих банков в российских условиях.

Объектом исследования стали компании, акции которых включены в листинг российских фондовых бирж, в частности Российской Торговой Системы, и деятельность коммерческих банков по управлению портфелем ценных бумаг. Предмет исследования - теоретические основы портфельного инвестирования и существующие методики формирования оптимального портфеля ценных бумаг.

Практическая сторона диссертации направлена разработку методики расчета внутренней стоимости российских компаний с целью обеспечения коммерческих банков системным базисом анализа инвестиций и конкретными инструментами управления портфелями акций.

Наиболее важные положения, содержащие научную новизну и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

раскрыта сущность инвестиционного портфеля;

выявлено отличие между пассивным и активным способом управления портфелем ценных бумаг с точки зрения приоритетности исходных установок;

усовершенствована существующая классификация рисков;

установлен порядок и объем учета рисков в ценные бумаги при использовании фундаментального и технического анализа;

систематизированы основополагающие принципы формирования портфеля ценных бумаг;

произведено сравнение акций и кредита, как объектов размещения пассивов, привлеченных коммерческим банком;

решены методические вопросы применения бухгалтерской отчетности российских предприятий, составленной по РСБУ, для целей расчета внутренней стоимости компании;

выявлены общие характеристики финансового положения и рыночной оценки стоимости акций российских предприятий;

выявлены недостатки всех основных методик, применяемых в зарубежной практике;

разработана методика расчета внутренней стоимости компаний при наличии отрицательного или незначительного размера доходов владельца;

выработана стратегия инвестирования коммерческим банком на фондовом рынке России.

Ценность исследования содержится в результатах практического применения разработанной методики прогноза рыночной стоимости акции компаний, а именно в конкретных предложениях по инвестированию денежных средств в акции определенных российских компаний в настоящее время и установлены потенциально интересные объекты инвестирования в ближайшем будущем.

Содержащиеся в диссертации рекомендации, предложения и выработанная методика могут быть использованы в процессе преподавания дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Банковское дело», «Финансовый менеджмент».

## Инвестиционный портфель: сущность, понятие, виды, управление

Рассмотрение любой научной проблемы начинается с анализа ее понятийного аппарата. В процессе изучения литературы не было обнаружено описания сущности инвестиционного портфеля - имеющиеся публикации дают только определение инвестиционного портфеля как набора ценных бумаг. Поэтому была предпринята попытка установить ее самостоятельно.

Само понятие «инвестиционного портфеля» получилось в процессе соединения бытового понятия «портфель» и экономического понятия - «инвестиции». Согласно толковому словарю русского языка Ожегова СИ. и Шведова Н.Ю. - «портфель - это род жесткой прямоугольной сумки с закидывающейся крышкой и запором для ношения бумаг, книг» и то, что данное понятие было использовано для описания экономического предмета отнюдь не случайно и означает, что сущность и отличительные признаки и бытового, и экономического объектов, если не совпадают полностью, то уж точно похожи.

Попробуем выделить основные признаки бытового понятия портфеля: Во-первых, портфель является одним из видов сумок, то есть данная вещь предназначена для ношения с собой с целью перемещения в пространстве неких ценностей. Во-вторых, для хранения предметов раздельно (порою качественно различных) предусмотрены отдельные отсеки. В-третьих, несмотря на то, что все переносимые объекты хранятся раздельно владельцу они нужны все и именно их совокупность обеспечивает необходимый хозяину объем полезности.

Экономический термин «инвестиция» означает вложение капитала (в нашем случае в ценные бумаги). То есть в нашем случае сущность инвестиционного портфеля заключается в том, что портфель содержит не книги, газеты, бумаги, а ряд определенных вложений капитала, различных по целям и объектам своего направления (то есть качественным характеристикам), и именно их набор в настоящий момент является специально подобранным и сформированным владельцем портфеля исходя из своих потребностей на определенный период будущего времени.

Таким образом, сущность инвестиционного портфеля заключается в объединении ряда качественно различных вложений, позволяющем достичь максимальной эффективности вложений при использовании их в совокупности.

Коммерческий банк, работающий на фондовом рынке, в своих действиях руководствуется принципом диверсификации вкладов, то есть стремится к разнообразию приобретаемых финансовых активов. Это необходимо для того, чтобы уменьшить риск потери вкладов. Ведь если средства вложены в акции нескольких компаний, то доходы банка зависят от колебаний некоторого усредненного курса акций компаний, а усредненный курс, как известно, колеблется меньше. Следовательно, коммерческий банк вынужден работать с совокупностью финансовых активов.

## Базовые принципы формирования оптимального портфеля

Покупка обыкновенных акций - лучший способ потерять деньги. Поэтому инвестору не склонному к риску, лучше предпочесть «тихие гавани»: государственные ценные бумаги, привилегированные акции, корпоративные облигации известных компаний.

Однако, если банк отдает себе отчет и согласен понести определенный риск, при том что это может приносить хорошую отдачу, то ему необходимо наиболее квалифицированно подойти к проблеме управления портфелем ценных бумаг. Нынешнее состояние финансового рынка заставляет быстро и адекватно реагировать на его изменения, поэтому роль управления инвестиционным портфелем резко возрастает и заключается в нахождении той грани между ликвидностью, доходностью и рискованностью, которая позволила бы выбрать оптимальную структуру портфеля.

Существуют три базовые теории, или их еще называют модели, выбора оптимального портфеля ценных бумаг, которые задают основные принципы формирования портфеля.

Модель Марковитца. Основная идея этой модели заключается в том, чтобы статистически рассматривать будущий доход, приносимый финансовым инструментом, как случайную величину, т.е. доходы по отдельным инвестиционным объектам случайно изменяются в некоторых пределах. Тогда, если неким образом определить по каждому инвестиционному проекту вполне определенные вероятности наступления, можно получить распределение вероятностей получения дохода по каждой альтернативе вложения средств. Для упрощения модель Марковитца полагает, что доходы по альтернативам инвестирования распределены нормально.

К сожалению, каким именно способом можно определить вероятность наступления того или иного события, а правильнее сказать, вероятность получения определенного дохода, модель Марковитца не раскрывает. Однако, пойдем дальше.

По модели Марковитца определяются показатели, характеризующие объем инвестиций и риск, что позволяет сравнивать между собой различные альтернативы вложения капитала с точки зрения поставленных целей и тем самым создать масштаб для оценки различных комбинаций.

В качестве масштаба ожидаемого дохода из ряда возможных доходов на практике используют наиболее вероятное значение, которое в случае нормального распределения совпадает с математическим ожиданием.

Пусть формируется портфель из п ценных бумаг. Ожидаемое значение по і-й ценной бумаге (Ej) рассчитывается как среднеарифметическое из отдельных возможных доходов Rj с весами Рц, приписанными им вероятностями наступления.

## Целесообразность выхода коммерческих банков на российский рынок акций

Если до кризиса 1998 г. банки зарабатывали прибыль, главным образом, от операций с государственными ценными бумагами, то одним из основных источников доходов для коммерческих банков в России в период после кризиса стал кредитный портфель. Растущий в последние годы значительными темпами (по информации Первого Заместителя Председателя Правления ЦБ РФ Андрея Козлова, за последние 2 года темп роста кредитного портфеля превышал рост ВВП в 3-4 раза), он стал спасительным кругом банковской системы после вышеупомянутого кризиса.

Конечно, почему бы не кредитовать российскую промышленность, сельское хозяйство, торговлю, сферу услуг, потребительские расходы населения, ведь экономика России с 1999 г. отличается бурными темпами роста (темп прироста ВВП составил: 1999 г. - 6,4%, 2000г. - 10 %, 2001 г. - 5 %, 2002 г. - 4,3%, 2003 г. - 7,3%, первое полугодие 2004 г. - 7,4 %), также стали увеличиваться доходы населения (реальные располагаемые доходы населения возросли в 2001 г. - на 8,5%, в 2002 г. - на 9,9%, за 9-месяцев 2003 г. - на 13,3 %).

А тем временем бывший высокодоходным рынок государственных ценных бумаг скатился постепенно в отрицательную реальную доходность. В итоге, большинство принялось активно кредитовать: крупные банки крупных экспортеров, собственные и дружественные нарождающиеся заново и укрепляющие свои позиции промышленные холдинги, мелкие — мелких промышленников, сферу услуг и население, средние банки - заняли средний клиентский сегмент, отобрав часть клиентской базы от обеих вышеупомянутых групп банков.

По данным Центрального Банка, доля кредитов и прочих размещенных средств, предоставленных нефинансовым предприятиям и организациям-резидентам, за период с 01 июля 1998 г. по 01 июня 2004 г. выросла с 28,5 % до 43,4 % активов банков, в том числе просроченная задолженность уменьшилась с 1,8 % до 0,8 %. Общая сумма выданных кредитов нефинансовым предприятиям в реальном исчислении по расчетам ЦБ выросла за период с 01 июля 1998 г. по 01 июня 2004 г. более чем в 2,6 раза6. Доля просроченных процентов в активах банков в последние года чрезвычайно мала (0,1%), и связано это с тем, что по бухгалтерскому учету просроченные проценты учитываются на балансе только в случае отнесения кредита к 1 группе риска (что по бывшей Инструкции № 62А и по нынешней Инструкции № 254-П длится недолго с факта возникновения просрочки), а ранее они учитывались на балансе.

Таким образом, в последние годы шел процесс активного наращивания кредитного портфеля: банки выдавали кредиты, получали процентные доходы -экономика развивалась отчасти и на этих кредитных ресурсах: доля банковских кредитов в инвестициях предприятий и организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства) выросла за эти годы с 4,8 % (01/01/1999) до 5,3 % (01/01/2004). Этот рост тем более интересен, что на 01 января 2001 г. эта доля была на уровне 2,9 %. Обе стороны процесса, в общем и целом, были довольны