Дедегкаева Светлана Султановна. Инвестиции коммерческих банков в корпоративные ценные бумаги : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 164 c. РГБ ОД, 61:99-8/425-4

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА НА РЫНКЕ АКЦИЙ

1. Формирование и развитие российского рынка акций приватизированных предприятий как основа инвестиционной деятельности банков 12

2. Прямые и портфельные инвестиции в ценные бумаги и их место в составе операций коммерческого банка 22

3. Теория оценки инвестиционной привлекательности акций 35

ГЛАВА 2. ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

1. Портфель ценных бумаг и принципы его формирования 51

2. Риски портфельного инвестирования и методы их страхования 68

3. Организация спекулятивных операций с корпоративными ценными бумагами в коммерческом банке 91

ГЛАВА 3. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СТОИМОСТГИ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ОСНОВА ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЯ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ КОММЕРЧЕСКИМ БАНКОМ

1. Особенности долгосрочных инвестиций коммерческих банков в ценные бумаги 98

2. Методы фундаментального анализа стоимости ценных бумаг 108

Заключение 141

Список литературы 150

Приложения 155

**Введение к работе**

Рынок акций приватизированных предприятий показал себя как один из самых динамично развивавшихся сегментов фондового рынка в России. За несколько лет существования был пройден путь от системы неорганизованной торговли ценными бумагами при отсутствии инфраструктуры фондового рынка (значимой торговой, расчетной и депозитарной систем) до хорошо организованной биржевой и внебиржевой торговли корпоративными ценными бумагами,

За несколько лет на рынок в качестве эмитентов ценных бумаг вышло огромное число российских предприятий, акции которых (или точнее производные ценные бумаги на акции предприятий) получили обращение и на международных фондовых рынках.

Одними из наиболее активных участников рынка ценных бумаг с самого начала его становления стали отечественные коммерческие банки, которые выступали на рынке и в качестве эмитентов акций, и в качестве инвесторов как спекулятивных, так и долгосрочных, и, наконец, в качестве институтов, выполняющих функции посредников на рынке ценных бумаг.

Основными целями деятельности коммерческих банков на рынке корпоративных ценных бумаг являются:

• привлечение дополнительных ресурсов для традиционной деятельности на основе эмиссии ценных бумаг,

• получение прибыли от собственных инвестиций в ценные бумаги в виде дивидендов, процентов и роста курсовой стоимости ценных бумаг,

• формирование дохода от предоставления клиентам различных услуг по операциям с ценными бумагами,

• конкурентное расширение сферы влияния банка и привлечения новой клиентуры за счет участия в капиталах предприятий и организаций,

• получение дополнительных прибылей от спекуляции ценными бумагами и страхования финансовых рисков через операции с производными ценными бумагами.

Говоря о месте коммерческих банков на рынке ценных бумаг необходимо отметить, что в мировой практике существует две основные модели организации рынка ценных бумаг - американская и германская. В основе американской модели лежит принцип максимального ограничения универсальных банков от профессиональной деятельности на фондовом рынке. Германская же модель, напротив, предполагает, что крупнейшими участниками рынка ценных бумаг являются коммерческие банки.

В России в настоящее время действует модель равнодоступного участия, которая сама должна определить преимущества тех или иных участников рынка.

На наш взгляд, сегодня коммерческие банки находятся в более выгодном положении по сравнению с небанковскими инвестиционными институтами. Так, благодаря высокоорганизованному на сегодняшний день межбанковскому рынку ресурсов коммерческим банкам гораздо легче привлекать финансовые средства для участия в операциях с ценными бумагами, а следовательно, банки имеют возможность вести себя на рынке более мобильно, или сделки оперировать более крупными суммами. Кроме того, они имеют возможность предлагать клиентам более широкий спектр услуг на рынке ценных бумаг, включая кредитование операций, зачастую лучшие цены и более высокий технический и профессиональный уровень обслуживания.

Вместе с тем, высказывая аргументы за активное присутствие универсальных коммерческих банков на рынке ценных бумаг, нельзя забывать о том факте, что фондовый рынок и, особенно, рынок акций -это рисковый сегмент финансового рынка, и следовательно, кредитное учреждение, которое активно работает на. этом рынке, несет повышенный

риск невозврата привлеченных со стороны кредиторов и вкладчиков денежных средств.

Этот вывод подтверждает сложившаяся ситуация с крупнейшими коммерческими банками России, когда ликвидность банковской системы в середине августа т.г. была подорвана событиями, происшедшими на фондовом рынке.

Пойдя по пути разрешения работы с ценными бумагами коммерческим банкам, государство в лице Центрального банка РФ экономическими методами воздействия пытается сократить риск невозврата средств перед кредиторами, акционерами и вкладчиками банков посредством контроля за соответствующими коэффициентами ликвидности баланса банка.

Таким образом, сегодня коммерческие банки - одни из самых активных участников рынка акций. При этом перед ними стоит целый комплекс стратегических задач, которые необходимо решить банку, работающему на фондовом рынке. Прежде всего это построение технологии совершения торговых операций с ценными бумагами, а именно: разделение функций и обеспечение структурных взаимосвязей между различными структурными подразделениями, работающими с ценными бумагами - торговым подразделением, подразделением, обслуживающим оформление сделок, бухгалтерией и депозитарием, обеспечивающим учет ценных бумаг.

Кроме того, банк должен определить для себя возможно допустимые риски и определить приемлемую инвестиционную стратегию на рынке акций. Большую значимость сегодня имеет разработка и систематизация методов оценки и прогнозирования стоимости акций приватизированных предприятий. При этом следует иметь в виду, что в зависимости от целей инвестирования, а также сроков и стратегических инвестиционных предпочтений могут применяться различные методы

оценки стоимости акций. Актуальность дальнейшей разработки теоретических вопросов оценки стоимости предприятия определяется тем, что на сегодняшний день далеко не все акции российских предприятий имеют обращение на рынке. Поэтому одна из основных задач, которая ставится в настоящей работе, - это развитие теории оценки стоимости акций предприятия в зависимости от целей инвестирования.

В российской экономической литературе ограничено количество фундаментальных работ, посвященных вопросам практической деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг. В то же время эта проблема имеет большое значение именно с позиции комплексного анализа совершения банками инвестиционных операций - с точки зрения оценки экономической эффективности сделок с корпоративными акциями, технологии работы банка на данном сегменте рынка, влияния на финансовые показатели, проблемы бухгалтерского учета операций банка с ценными бумагами и т.д.

Цель настоящего исследования состоит в оценке места коммерческого банка на рынке корпоративных ценных бумаг России и перспектив банков в этой сфере инвестиционной деятельности; с учетом анализа зарубежного и российского опыта разработать основные подходы к оценке стоимости акций предприятия; выделить особенности методов оценки в зависимости от целей инвестирования.

Поставленные в работе цели определили и конкретные задачи исследования:

• дать оценку современного состояния фондового рынка с точки зрения определения его привлекательности для инвестора;

• определить понятие прямых и портфельных инвестиций, а также особенности инвестиционной деятельности банков;

• выделить место инвестиционных операций с ценными бумагами в составе активных операций коммерческих банков;

• рассмотреть существующие методы оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг;

• дать характеристику портфельных инвестиций коммерческого банка, рисков портфельного инвестирования, а также возможные методы их минимизации;

• с учетом анализа действующей практики совершения операций с ценными бумагами предложить оптимальную технику организации операций с ценными бумагами в банке;

• на основе изучения зарубежных теорий оценки рыночной стоимости акций предприятия предложить приемлемый с точки зрения российской практики алгоритм оценки стоимости предприятий.

Предметом исследования являются: рынок акций

приватизированных предприятий в России, инвестиционная деятельность коммерческих банков, формирование и изменение стоимости акций, долгосрочный и спекулятивный портфели ценных бумаг, методы построения и управления ими риски инвестиционной деятельности коммерческого банка.

А объектом являются российские коммерческие банки, вложения которых в корпоративные ценные бумаги на протяжении последних лет непрерывно возрастали.

Анализ построен на последовательном использовании метода познания от абстрактного к конкретному и специальных методов экономических исследований, таких как: динамические ряды, системы коэффициентов сравнения, группировки, детализация итоговых показателей, расчеты относительных и средних величин, метод цепных подстановок, обобщения. Это позволило, по мнению автора, обеспечить достоверность и обоснованность выводов, имеющих место в настоящей работе.

В работе над диссертацией автор опирался на труды российских и зарубежных экономистов в области инвестиционной деятельности на

рынке ценных бумаг. Источником статистических материалов служили материалы Центрального банка РФ, данные российских коммерческих банков. Кроме того, информационной базой послужили данные о биржевых и внебиржевых торгах акциями в системе РТС (Российская торговая система) и на ММВБ (Московская межбанковская валютная биржа), данные информационных агентств "Финмаркет" и "Росбизнесконсалтинг".

В диссертационной работе автор исходит из посылки о том, что коммерческий банк является лишь одним из инвестиционных институтов фондового рынка; при этом цели, методы инвестирования в ценные бумаги, способы оценки и прогнозирования стоимости акций, методы формирования и управления портфелем ценных бумаг практически идентичны для всех участников рынка. Специфика подхода к названным выше проблемам различается не по участникам фондового рынка, а связана с постановкой конкретных целей инвестирования и определяется условиями функционирования инвестиционного института. Именно последнее вызывает необходимость рассмотрения в настоящей работе проблем, являющихся общими для всех участников фондового рынка.

Вместе с тем, банк как инвестиционньш институт имеет и свою специфику, которая определяется характером привлекаемых ресурсов, особенностями методов управления ликвидностью, оценкой уровня допустимых рисков.

Диссертационная работа имеет структуру, которая, по нашему мнению, наиболее полно соответствует задачам, поставленным перед настоящим исследованием.

Первая глава посвящена общим вопросам инвестиционной деятельности коммерческого банка.

Инвестирование в ценные бумаги является одним из числа многих направлений банковской деятельности и их специфика определяется, прежде всего, особенностями фондового рынка. Именно состояние рынка

акций, развитость его инфраструктуры, особенности торговли во. многом определяют характер инвестиционных операций банка с ценными бумагами. Это вызвало необходимость начать настоящее исследование с характеристики современного состояния, а также этапов развития рынка акций приватизированных предприятий в России.

Второй параграф главы посвящен анализу инвестиционных операций и оценке их места в составе активных операций банка.

В третьем параграфе нами рассматриваются имеющиеся в настоящее время подходы (зарубежные и российские) к оценке стоимости акций предприятий, поскольку последнее лежит в основе как прямого, так и портфельного инвестирования в ценные бумаги.

Вторая глава диссертационной работы посвящена вопросам портфельного инвестирования банков. В ней рассматриваются как общие проблемы формирования портфеля ценных бумаг, оценки рисков портфельного инвестирования, так и вопросы, специфические для банка, например, предлагается порядок организации спекулятивных операций с ценными бумагами.

В третьей главе работы рассматриваются проблемы инвестиционной деятельности банков в долгосрочном аспекте. Особое место уделено фундаментальному анализу стоимости акций, на основе обобщения действующей практики, с учетом проведенного исследования предложена методика оценки, использующая комплексный подход, с учетом:

• анализа текущей стоимости активов предприятия, рыночных коэффициентов; денежных потоков предприятия;

• модели дисконтированных потоков денежных средств;

• оценки компании-аналога.

Проведена практическая апробация методики оценки на материалах одного из российских нефтеперерабатывающих предприятий.

Научная новизна исследования состоит в оценке современного состояния фондового рынка России, в определении особенностей функционирования коммерческого банка на рынке акций приватизированных предприятий.

Нами рассмотрено различие между прямыми и портфельными инвестициями кредитного учреждения, выявлены особенности их влияния на ликвидность и текущее состояние платежеспособности банка.

Практическая значимость работы состоит в том, что на основе оценки действующей системы регулирования инвестиционной деятельности кредитных учреждений со стороны Банка России, определены конкретные меры по их совершенствованию.

Предложенные в работе методы формирования спекулятивных портфелей ценных бумаг, способы оценки и хеджирования инвестиционных рисков, модель комплексной оценки и прогнозирования стоимости корпоративных акций могут быть использованы коммерческими банками на фондовом рынке.

## Формирование и развитие российского рынка акций приватизированных предприятий как основа инвестиционной деятельности банков

Одним из относительно новых направлений инвестиционной деятельности коммерческих банков является инвестирование средств в акции акционерных обществ. Специфика деятельности банков определяется, с одной стороны, особенностями банка как кредитного учреждения и, с другой - зависит от текущего и прогнозируемого состояния фондового рынка.

Ситуация на российском рынке акций приватизированных предприятий во многом определяет эффективность инвестиционной деятельности с корпоративными ценными бумагами кредитного учреждения.

Началом современного фондового рынка в России можно считать введение летом і990 г. Советом Министров СССР "Положения об акционерных обществах", а также "Положения о ценных бумагах", в которых впервые были даны основные понятия рынка ценных бумаг.

С 1990 г. начался процесс создания акционерных обществ, эмиссии ценных бумаг и организации структуры рынка корпоративных ценных бумаг. В основном предпринималась попытка копировать рынок США, причем акцент был сделан именно на внешние организационные формы. В результате быстрее всего были созданы биржи, акции которых и стали первыми инструментами рынка, играющими на нем доминирующую роль. К концу 1991 г. на рынок начали выходить акции других эмитентов: инвестиционных компаний, акционерных коммерческих банков, промышленных предприятий. Но на начальном этапе отсутствие государственного регулирующего органа, аналогично Комиссии по ценным бумагам США, приводило к тому, что даже элементарные требования к эмитентам не выполнялись. К осени 1992 года все финансовые обозреватели констатировали, что фондовый рынок России находится в стадии депрессии.

Новый толчок развитию фондовых операций дал начавшийся в 1993 г. процесс приватизации государственных предприятий посредством проведения чековых аукционов. С этого времени фондовый рынок существовал преимущественно в форме рынка приватизационных чеков. Последние были выпущены государством и передавались населению России в ходе приватизации. Граждане имели возможность обменять их на акции приватизируемых предприятий, вложить в чековые инвестиционные фонды, либо продать на биржевом или внебиржевом рынках. Приватизационные чеки стали в это время предметом спекуляции со стороны инвестиционных компаний.

Со второй половины 1994 г. начался следующий этап развития фондового рынка в России, когда предметом торговли выступили акции российских приватизированных предприятий. Особенностью этого периода стал выход на рынок корпоративных бумаг в России нерезидентов, инвестирующих средства на относительно долгосрочный период (3-5 лет) в силу, прежде всего, недооцененности акций российских предприятий следующих отраслей:

нефтехимическая;

топливно-энергетическая;

цветная металлургия;

связь.

## Портфель ценных бумаг и принципы его формирования

В предыдущих разделах работы нами была определена специфика портфельных инвестиций коммерческого банка, цели, задачи, особенности этого направления деятельности в части влияния на основные экономические нормативы кредитного учреждения.

В мировой практике фондового рынка под инвестиционным портфелем понимается совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому и юридическому лицу, выступающая как целостный объект управления.

Основная задача портфельного инвестирования состоит в том, чтобы улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации.

Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого-инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске.

С учетом инвестиционных качеств ценных бумаг можно сформировать различные портфели ценных бумаг, в каждом из которых будет найден собственный баланс между риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой эффективностью в определенный период времени. Соотношение этих факторов и позволяет определить тип портфеля ценных бумаг. Таким образом, тип портфеля ценных бумаг — это его инвестиционная характеристика, основанная на соотношении уровня дохода и допустимого риска.

В основу классификации инвестиционного портфеля могут быть положены различные признаки. Одним из основных является источник получения дохода.

## Особенности долгосрочных инвестиций коммерческих банков в ценные бумаги

В настоящее время российские коммерческие банки владеют крупными пакетами акций различных компаний. Например, банк "Менатеп" имеет крупный пакет акций НК "ЮКСИ", КБ "Российский кредит" - акции Лебединского горно-обогатительного комбината, Инкомбанк специализируется на предприятиях пищевой промышленности. Пакеты акций, находящиеся в собственности коммерческих банков, не попадают на рынок и не имеют существенного влияния на цены. В то же время, борьба за контроль над активами кампании может привести как к снижению, так и к росту цен на акции компаний, в зависимости от того, с использованием каких методов ведется эта борьба.

Помимо банков на российском рынке крупные пакеты акций предприятий приобретают фонды прямых инвестиций. Как правило, они привлекают средства западных клиентов и вкладывают их в компании, действующие в России. Эти фонды либо приобретают акции на рынке, либо инвестируют средства в создание новых кампаний.

И, наконец, в качестве третьей группы стратегических инвесторов можно выделить зарубежные профильные компании, которые приобретают крупные пакеты акций российских компаний для расширения бизнеса в России. Среди наиболее известных примеров -компания "Балтика", производящая пиво и прохладительные напитки, более 80% акций которой владеет "Балтик Бровери Холдинг", покупка акций Сегежабумпрома шведской компанией "Страттон Пэйка Ко" и т.д.

Методы приобретения акций долгосрочными инвесторами следующие:

приобретение акций на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах в процессе приватизации государственных предприятий;

покупка акций у населения на неорганизованном рынке;

скупка акций в ходе организованной торговли на рынке.

Цели долгосрочного инвестирования рассматривались нами выше (гл.1). С их учетом рассмотрим последовательность шагов при моделировании долгосрочного инвестиционного портфеля.

В общем виде действия при моделировании долгосрочного портфеля выглядят следующим образом:

1. Определение существующих полюсов роста и прогнозирование их пределов.

2. Прогнозирование возникновения новых полюсов роста. Такое прогнозирование возможно проводить с помощью теории инвестиционных предпочтений, которая будет рассмотрена в настоящем разделе работы.

3. Выбор конкретных инструментов для инвестирования среди группы акций, входящих в полюс роста.

В данном случае необходимо обращаться к инструментарию фундаментального анализа, скорректированного в соответствии с российскими особенностями. На указанной проблеме мы остановимся в 2 настоящей главы.

Движение цен на рынке акций зависит прежде всего от инвестиционных предпочтений, господствующих в данный момент на рынке. Если инвесторы в данный момент времени предпочитают вкладывать в акции какой-либо определенной отрасли, то курсы акций именно этой отраслевой группы растут быстрее других. Суть инвестиционного предпочтения представляет собой ответ на вопрос, куда вкладывать средства для долгосрочного инвестирования.

Каждый инвестор имеет свой собственный стиль инвестирования. Один считает естественным покупку государственных обязательств, дающих возможность получать минимальный, но зато гарантированный доход; другой предпочитает рискнуть и вложить свои средства в развивающиеся рынки, выбрав там что-нибудь менее рисковое, например акции ЛУКОЙЛа; третий хочет сделать инвестиции на 10 лет, вложив их во что-то совсем неизвестное и нераскрученное.

Необходимо также отметить, что собственно сами инвестиционные предпочтения каждого инвестора находятся в состоянии постоянных изменений.

Среди тех инвесторов, которые инвестируют в российские акции, можно наблюдать и менее теоретические различия в их инвестиционных предпочтениях. Эти предпочтения могут носить отраслевой или региональный характер (кто-то вкладывает только в нефтедобывающие предприятия, а кто-то - только в московские), могут основываться на характеристиках ликвидности (например, вкладывать только в российские blue chips) или информационной открытости эмитента. Многие инвесторы формируют свои инвестиционные предпочтения на основе более сложного описания объекта потенциальных инвестиций, используя для этого как вышеприведенные характеристики (отрасль, регион, ликвидность, открытость), так и многие другие.