Аскинадзи Виктор Михайлович. Особенности реализации инвестиционных стратегий на российском рынке ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 123 c. РГБ ОД, 61:04-8/4302

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Инвестиционные характеристики и ценообразование финансовых инструментов в российских условиях 9

1. Особенности инвестиционных характеристик российских ценных бумаг 9

2. Специфика ценообразования финансовых инструментов в российских условиях 43

Глава II. Инвестиционные стратегии и их реализация на отечественном

рынке ценных бумаг 59

1. Особенности оптимизации портфеля акций 59

2. Реализация стратегий инвестирования в облигации 89

Заключение 112

Список использованной литературы 115

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Инвестиционная деятельность занимает важное место в национальной экономике. "Объему инвестиций и результаты их вложений определяют, в конечном итоге, направления дальнейших реформ\* темпы экономического роста, успех социальных программ. Удачно реализованные инвестиционные стратепш позволяют хозяйственным субъектам внедрять инновации, увеличивать прибыль, добиваться конкурентных преимуществ.

В странах с развитыми рыночными отношениями в инвестиционный процесс широко вовлечены ценные бумаги. Особые инвестиционные качества,, имманентные ценным бумагам, способствуют вовлечению в инвестиционную деятельность мелких, частных инвесторов, повышению деловой активности в стране в целом. Реализуемые с помощью ценных бумаг стратепш дают вшможность получать доходы людям различных социальных і руни, приводят к снижению рисков инвестирования.

Переход России к рыночным отношениям потребовал возрождения рынка ценных бумаг (РЦБ), как важнейшего института рыночной экономики. Параллельно со становлением инфраструктуры РЦБ развивались и отношения по вовлечению финансовых инструментов в инвестиционный процесс. Инвестиционные стратегии на отечественном рынке ценных бумаг реализуются с учетом специфики этого рынка - наблюдаемые на РЦБ явления требуют конкретизации ряда теоретических положений, учета особенностей инвестиционных характеристик ценных бумаг в российских условиях, дальнейшей разработки методов оптимизации портфелей ценных бумаг.

За последние годы появилось значительное количество работ отечественных авторов, посвященных инвестиционной деятельности на российском рынке ценных

бумаг. Тем не менее, отдельные вопросы - особенности проявления инвестиционных качеств ценных бумаг, специфика их ценообразования, возможности использования портфельных моделей, адекватное применение инвестиционных стратегий на РЦБ требуют дальнейшей разработки.

Все это делает тему диссертационного исследования актуальной как с научной, так и с практической точки зрения. Сложность, многоаспекттгость и недостаточная рдаработанвость ряда вопросов, связанных с применением ценных бумаг в качестве объектов инвестировання, обусловішн потребность научного осмысления и анализа инвестиционных качеств ценных бумаг российских эмитентов, особенностей реалнзащні инвестиционных стратепій на российском РЦБ. Необходимость системного анализа инвестирования в отечественные ценные бумаги предопределили выбор темы, цели, задачи, структуру и содержание диссертационной работы.

Объектом исследования являются инвестиционные стратепій на рынке ценных бумаг в современных российских условиях.

Предмет исследования - инвестиционные качества российских ценных бумаг и их адекватная реализация в инвестиционной деятельности.

Цель и задачи исследования. Главной целью диссертации является выявление специфики инвестиционных качеств российских ценных бумаг и их ценообразования, раскрытие особенностей реализации инвестиционных стратегий с использованием акций и облигаций отечественных эмитентов. Для достижения этой цели поставлены следующие задачи:

раскрыть инвестиционные характеристики ценных бумаг и выявить специфику их проявлений в российских условиях;

выявить особенности ценообразования отечественных ценных бумаг, их воздействие на инвестиционные решения;

обосновать специфику реализации инвестиционных стратегий с использованием ценных бумаг российских эмшентов;

разработать методы оптимизащш портфеля акций иа основе классических портфельных моделей с учетом специфики российского РЦБ;

определить возможности формирования оолигшшонньгх портфелей на отечественном рынке ценных бумаг.

Методология и источники исследования. Теоретической и методоло  
гической основой исследования являются фундаментальные положения эконо  
мической науки» теории инвестирования и финансовой математик»!, В диссертации  
использованы современные методы математической статистики, а также элементы  
сяетшного"шіоша-ії^^ и функционирования инвестицион-

ной сферы.

В ходе подготовки диссертации автором изучены теоретические и прикладные разработки отечественных и зарубежных ученых, статистические ис-

точюіішт^мвдшльншетшку!^^^

Исследовательской основой диссертации является практика инвестиционной деятельности с использованием ценных бумаг в России и других странах, труды отечественных и западных экономистов, посвященные вопросам инвестиционной деятельности на фондовом рынке. Исследование проводилось в соответствии с российской законодательно-нормативной базой, регулирующей инвестиционную деятельность и функционирование РЦБ. Особенно полезными были труды известных зарубежных экономистов - Г. Александера, Дж. Линтнера, Р. Липси, Г. Марковича, Я. Моссина, Р. Росса, Р. Сирса, Е. Фамы, У. Шарпа, а также российских экономистов, занимающихся данной проблемой -П.Л. Виленского, В.А. Галанова, Ю.Ф. Касимова, В.В. Ковалева, В.Н. Лившица,

М.А. Лимитовского, Я.М. Миркина, Е.В. Семенковой, С.А. Смоляка и других авторов.

Источниками фактических материалов диссертации явились данные российских периодических изданий и сети Интернет.

**Научная новизна.**Наиболее существенные результаты, определяющие научную новизну исследования, заключаются в следующем:

1. Выявлены факторы, определяющие трансформацию инвестиционных характеристик ценных бумаг в современных российских условиях. Показано, что неопределенность значений безрисковой ставки процента, значительная флуктуация инфляционной составляющей, неадекватное выполнение условий эффективности РЦБ приводят к смещению оценок ожидаемой доходности ценных бумаг. Обосновано, что специфика формирования рыночного портфеля на отечественном рынке ценных бумаг преобразует составляющие риска и вызывает изменение свойств, имманентных диверсификации.
2. Раскрыты особенности реализации моделей ценообразования финансовых инструментов на отечественном рынке ценных бумаг. Доказана целесообразность включения переменных величин ставок капитализации и дивидендов в оценку стоимости акций, что позволяет адекватно прогнозировать ожидаемую доходность акций за холдинговый период. Показано, что высокие купонные ставки видоизменяют составляющие облигационного дохода, смещают параметры дюрации и воздействуют на реализацию инвестиционных стратегий.
3. Теоретически обоснован и эмпирически апробирован метод оптимизации портфеля из акций российских эмитентов с учетом тенденций изменения доходности. Предложен способ вычисления взвешенных величин доходности и риска

портфеля, который дает возможность формализовать задачу построения границы эффективных портфелей и формировать портфель с оптимальными характеристиками.

1. Разработана модель оптимизации портфеля акций с использованием коэффициента эластичности, как меры оценки чувствительности оцениваемой акции к изменениям рыночного портфеля. Доказано, что данный показатель является альтернативой коэффициенту р при оценке степени взаимосвязи конкретной акции с рыночным портфелем. Дана оценка применения коэффициента эластичности в сочетании с методом взвешивания параметров акций и показана корректность предложенного подхода для оптимизации портфеля.
2. Доказано, что при формировании облигационного портфеля границы инвестиционных стратегий сужаются. Сказываются такие факторы как отсутствие на отечественном рынке широкого набора среднесрочных и долгосрочных инструментов, наличие у корпоративных облигаций нефиксированных купонных выплат, невысокий кредитный рейтинг большинства российских облигаций. Обосновано, что лимитированная диверсификация портфеля ведет к увеличению риска инвестирования.

Практическая значимость. Результаты исследования могут быть использованы кредитными организациями, предприятиями, специалистами, занимающимися проблематикой инвестирования и ценными бумагами, а также в организации учебного процесса по дисциплинам, связанным с инвестиционной деятельностью.

Апробация работы. Основные положения диссертационной работы используются в учебном процессе при чтении спецкурсов для слушателей специального факультета (второе высшее образование), сотрудников Среднерусского банка, сту-

дентов Московского международного института эконометрики, информатики, финансов и права. По теме диссертации опубликованы три статьи в сборниках научных трудов Московского международного института эконометрики, информатики, финансов и права и статья в сборнике трудов МЭСИ.

## Особенности инвестиционных характеристик российских ценных бумаг

При исследовании инвестиционных характеристик российских ценных бумаг и отечественного рынка ценных бумаг (РЦБ) в целом необходимо рассмотреть, по крайней мере, две проблемы:

1) Какие характеристики определяют инвестиционную привлекательность ценных бумаг?

2) Как проявляются эти характеристики в российских условиях и как они воздействуют на реализацию инвестиционных стратегий?

Принято считать, что инвестиционные качества ценных бумаг определяет совокупность трех показателей:

а) доходность;

б) ликвидность;

в) риск.

Соглашаясь с таким подходом в целом, следует обратить внимание на следующий аспект: применительно к ценным бумагам ликвидность отражает способность ценных бумаг превращаться в денежные средства по адекватной рыночной цене. Низкая ликвидность ценных бумаг повышает вероятность того, что поставленная цель инвестирования не будет достигнута. В таком случае, ликвидность (в числе прочих факторов) определяет риск инвестирования в ценные бумаги, и можно не выделять ликвидность в отдельный показатель инвестиционной привлекательности ценных бумаг, а учитывать ее как составную часть риска. Такой подход предлагается в работах ряда зарубежных авторов . В частности, на учете премии за риск ликвидности основаны отдельные теории терминальной структуры процентной ставки.

Иными словами, для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг можно обойтись двумя необходимыми характеристиками - доходностью и риском. Если же придерживаться точки зрения, что этих двух характеристик все же недостаточно, то имеет смысл расширить перечень инвестиционных показателей, добавив, помимо ликвидности, еще и способ получения дохода от ценных бумаг, а также срок действия ценной бумаги.

При ответе на вопрос о необходимых и достаточных параметрах, определяющих инвестиционные качества ценных бумаг, надо, прежде всего, учитывать:

а) тип анализируемой ценной бумаги;

б) вид решаемых инвеетаіп онньіх задач;

в) уровень агрегатавноета - рассматривается ли конкретная ценная бумага -изолированно или как составная часть объединенной в портфель совокупности ценных бумаг, управляемой как единое целое.

Поскольку по своему экономическому содержанию вжвестировшше представляет процесс вложения инвестаїгдй на определенный промежуток времени с целью получения, прежде всего, прибыли, то очевидно, что основной инвестиционной характеристикой ценной бумапі должна яшшться ее доходность г. Следует учитывать, что для расчета данного показателя необходимо обязательно выделить промежуток времени (холдинговый период), за который оценивается величина г. Иными словами, категория доходности г вводится только для случая, когда оценка проводится за один ХОЛДИНГОВЫЙ период.

## Специфика ценообразования финансовых инструментов в российских условиях

Как указывалось, центральной характеристикой, учитываемой при принятии инвестиционных решений, является требуемая доходность ценной бумаги за будущий холдинговый период:

Если исходить из предположения, что величины Р и D являются желаемыми (требуемыми, оценочными), а Рнач - наблюдаемая на рынке текущая цена ценных бумаг, то для инвестора представляет значительный интерес ответ на вопрос: адекватно ли отражает величина Рнач состояние рынке данной ценной бумаги?

Действіггельно, как видно из формулы (1), снижение величины Риач ведет к росту доходности г. Значит, несоответствие цены Рнач рыночным условиям может привести к неверной оценке доходности г и ошибочному инвестиционному решению. Отсюда возникает необходимость оценки истинной, экономической цены Ржт финансовых средств и ее сравнения с рыночной ценой Риач = Ррын.

В основе оценок Рэкои лежит допущение, что экономическая стоимость любого средства, для которого инвестор в состоянии оценить будущие потоки доходов С, заюшдай шаг расчета» находится как приведенная {днеконтироваиная) стоимость сумм С,, Смысл и принципы дисконтирования рассматриваются в трудах многих авторов. Оставшимся на экономической сущности приведенной стоимости.

2.1. Экономическая сущность приведенной стоимости. Инвестирование нреділашіяст собой процесс вложения инвестиций в какой-либо инвестиционный объект ради получения прибыли н/илн достижения иного положительного эффекта. Очевидно, что для любого инвестора основополагающим является вопрос - окажется ли адекватным эффект, который будет получен от инвестирования в выбранный инвестиционный объект? В наиболее простом случае проблема эффективности инвестирования сводится к следующему: инвестор в начальный момент времени t0 намерен вложить какую-то сумму денег С0 в выбранный инвестиционный объект, а по прошествии установленного промежутка времени (холдингового периода) ожидает получить от этого объекта доход Сх. Будут ли в этом случае инвестиционные затраты С0 соответствовать полученному эффекту С, Для ответа на этот вопрос необходимо каким-то образом сравнить величины С0 и С,.

Подойдем к проблеме сравнения инвестиционных затрат и полученных эффектов следующим образом: любой инвестиционный объект, куда инвестор намерен вложить свои средства, можно условно рассматривать как некий ресурс (такое допущение корректно с точки зрения издержек упущенной возможности). Пусть инвестор намерен вложить в начальный момент времени /„ инвестиционную сумму С0 в приобретение единицы ресурса (например, ценной бумаги). В конце холдингового периода в момент tx (положим, через год) он намерен получить от этой единицы ресурса доход С, рублей. Тогда инвестиционное решение должно приниматься с учетом правила максимизации прибыли при использовании экономических ресурсов: вложение суммы начальных инвестиций С0 в приобретение дополнительной единицы любого ресурса (в нашем случае - ценной бумаги) целесообразно, если предельный продукт MRP данного ресурса равен его предельным издержкам MRC. Иными словами, дополнительную единицу ресурса имеет смысл приобретать, когда MRP = MRC.

## Особенности оптимизации портфеля акций

Инвестиционные характеристики ценных бумаг позволяют реализовать с их помощью различные инвестиционные стратегии и добиваться поставленных целей. Строго говоря, вкладывая средства в ценные бумаги, инвестор может ставить две основные цели:

1) Обеспечить контроль над фирмой - эмитентом. Этого можно достичь путем приобретения определенного пакета голосующих акций данной фирмы. Очевидно, что стратегическое инвестирование нацелено на длительную перспективу, подразумевает долгосрочные установки и, фактически, является одним из этапов реализации комплексного инвестиционного плана. Анализ стратегического инвестирования требует учета многих факторов, относящихся к области финансового менеджмента и управления проектами (такой анализ за рамками нашего исследования).

2) Получение дохода от совокупности ценных бумаг без установления контроля над эмитентом. Такая форма инвестирования относится к портфельному инвестированию.

Сосредоточим внимание на портфельном инвестировании, как основной форме вложения средств в ценные бумаги частными и коллективными инвесторами. Цели создания портфеля ценных бумаг могут быть различными, но обобщенно их можно свести к следующим:

а) получение от портфеля максимальной доходности при допустимом уровне риска;

б) обеспечение патока стабильного дохода в течение установленного промежутки времени;

в) аккумулирование к определенным датам желаемых сумм денег.

Остановимся сначала на способах формирования иортфеяя ю акций и особенностях этого процессе в российских условиях Основы теории оптимизации портфеля акднй заложены в середине прошлого века американскими учеными Г Марковичем и У. Шарпом. В предложенных ими моделях оптимальные портфели обеспечивают инвесторам наибольшую общую полезность с точки зрения соотношения доходности и риска. Несмотря на отличия в способах вычисления доходности и риска, подходы к построению оптимального портфеля в обеих теориях совпадают. Это определяет определенные особенности при использовании моделей на отечественном рынке ценных бумаг.

Модель Г. Марковича к особенности ее реализации в российских условиях. В основе модели Г. Марковица лежит ряд дощтцений, которые обобщенно можно представить следующим образом:

1) Инвестирование в портфель акций осуществляется на один шаг расчета (один холдинговый период), то есть в исходный момент времени t0 инвестор формирует портфель, а в конце холдингового периода в момент // его ликвидирует.

2) Рынок акций эффективный (содержание категории эффективности РЦБ рассмотрено в предыдущей главе). Иными словами, инвестиционные решения принимаются инвесторами на основе учета единственного фактора - информации о событиях, ожидаемых на рынке акций в момент