Суховарова Елена Леонидовна. Управление инвестиционным портфелем коммерческого банка на фондовом рынке : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10, 08.00.13 : Москва, 2000 198 c. РГБ ОД, 61:00-8/862-3

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. Портфельное инвестирование коммерческого банка на фондовом рынке 10

1.1. Фондовый рынок как часть инвестиционной сферы. Инвестиционные инструменты в коммерческом банке 10

1.2. Общие принципы портфельного подхода к инвестированию коммерческим банком на фондовом рынке 18

1.3. Многомерная архитектура инвестиционного портфеля коммерческого банка. Традиционные инвестиционные стратегии. 40

ГЛАВА 2. Инвестиционный портфельный анализ - часть финансового анализа 51

2.1. Финансовые характеристики инвестиционного портфеля 51

2.2. Выбор эталонного портфеля как объекта сравнения эффективности управления инвестиционным портфелем 66

2.3. Возможности и недостатки реализации инвестиционного портфельного анализа в банковских системах 84

ГЛАВА 3. Разработка модели управления инвестиционным портфелем на основе критерия «допустимых потерь» 97

3.1 . Основные положения модели управления портфелем на основе критерия «допустимых потерь» 97

3.2. Финансовые результаты использования модели управления портфелем на основе критерия «допустимых потерь» 111

3.3. Информационно-аналитическая система как средство реализации модели управления инвестиционным портфелем 124

Заключение 135

Список литературы 146

Приложения 157

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Короткая история постперестроечного развития фондового рынка в России обнажила неудовлетворительную систему управления инвестициями в финансовые инструменты. Парадокс сложившейся ситуации в оценке отечественного фондового рынка состоит в неадекватности ожиданий общества и реальных рыночных возможностей. Условия бурного роста вложений 1993 - 1997гг. обеспечивали доходность инвестиций на фондовом рынке в 1000 и более процентов годовых, не говоря уже о стандартной доходности в 200-300 процентов.

На начальном этапе становления российского фондового рынка деятельность в сфере инфраструктуры рынка обеспечивала получение сверхприбыли. Зарубежные финансово-кредитные институты и быстро оформившиеся отечественные организации - брокерские фирмы, регистраторы, депозитарные организации, биржевые и внебиржевые торговые системы, обслуживающие их клиринговые и расчетные центры создали необходимую оболочку рынка - передовую инфраструктуру. Это есть тот положительный результат "времени проб и ошибок" в создании российского фондового рынка.

Отечественный фондовый рынок продолжает функционировать в новых условиях. Но он перестал быть "полем чудес", где могут реализоваться фантастические желания практически всех участников. В этом нет кризиса самого рынка. Кризис - вне пределов рыночных механизмов, он начинается там, где человеческий фактор не способен преодолеть стереотипы управления.

Современная кризисная ситуация не просто глубоко задела интересы субъектов рынка, она подвергла разрушению их ключевые возможности, а именно:

• получать доход, неадекватный рискам;

• получать прибыль от деятельности в сфере инфраструктуры фондового рынка;

• поддерживать публично признаваемое влияние.

В российских инвестиционных и финансовых компаниях, работающих на фондовом рынке, к настоящему моменту только еще складываются традиции ведения основного бизнеса - управления ресурсами. Этого не требовалось при инвестиционных возможностях в период становления рынка. Наоборот, бесчисленные и противоречащие друг другу указания и инструкции Банка России и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг привели к тому, что основной задачей профессиональных участников фондового рынка стало исполнение не управленческих, а учетных функций, операционная составляющая. Задачи инвестиционного портфельного анализа, имитационного моделирования, количественной оценки риска были второстепенными. Только в последнее время, уже с учетом уроков кризиса 1998 года, Банком России предпринята попытка регулирования рыночного риска деятельности кредитных организаций на финансовых рынках [11].

Волатильность российского фондового рынка требует смещения акцентов с учетной деятельности к основной функции профессиональных финансовых агентов (в том числе, коммерческих банков) - управлению ресурсами. Многомерность современного инвестиционного портфеля коммерческого банка выходит за рамки традиционной "бухгалтерской" модели, т.е. описания результатов деятельности по управлению портфелем путем составления балансов. Соответственно, в рамках организации субъекта финансовой деятельности возникает проблема создания и технологической реализации модели управления инвестиционным портфелем.

В мировой практике накоплен значительный теоретический потенциал в области управления инвестиционным портфелем на финансовых рынках. Необходимо назвать труды Г.Марковица, С.Росса, У.Шарпа, Дж.Тобина, Дж.Сороса, разработанные на их основе модели рынка САРМ, APT, фундаментальные труды Дж.Мэрфи по техническому анализу рынков. Теоретическим вопросам управления портфельными инвестициями на финансовых рынках посвящены работы отечественных авторов А.Алексеева, В.Миловидова, Ю.Михеева, А.Первозванского, Т.Первозванской, А.Чеснокова, А.Лобанова, А.Чугунова, А.Михайлова.

В силу короткого срока жизни российского фондового рынка многие теоретические положения общепризнанных рыночных моделей не нашли воплощения в реализованных моделях управления портфелем. Практическое моделирование банковской деятельности, управление информационными потоками в процессе принятия управленческих решений на российском финансовом рынке рассмотрено только в работах А.Екушова, В.Задорожного, А.Кирилюка.

При огромном потенциале теоретических разработок в области портфельного менеджмента наблюдается отставание практической реализации моделей управления в российских коммерческих банках. Принятие решений внутри стандартной организационной структуры коммерческих банков не отражает современные возможности и требования к управлению ресурсами. С развитием в России Internet и информационных технологий резко сократилось время, отведенное топ-менеджерам для принятия управленческих решений. Однако, в российской банковской системе, шедшей до августа 1998 года по пути экстенсивного развития, аналитические системы поддержки принятия управленческих решений при инвестиционной деятельности на финансовых рынках находятся в процессе разработки и первичного внедрения.

Таким образом, фактором конкурентоспособности коммерческого банка становится не только разработка модели управления ресурсами на финансовых рынках, но и ее практическое внедрение. Причиной выбора объекта исследования является недостаточность комплексного подхода к практической реализации процесса управления инвестиционным портфелем, начиная от целеполагания, создания организационной структуры коммерческого банка и заканчивая внедрением моделей управления на основе передовых информационных технологий.

Цели и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является научное обоснование теоретических и практических предложений и рекомендаций по повышению эффективности управления инвестиционным портфелем коммерческого банка на основе обобщения специальной литературы, анализа банковской практики, изучения зарубежного опыта.

В соответствии с поставленной целью исследования определены следующие основные задачи:

-исследование структуры инвестиционного портфеля и экономической природы инструментов, используемых коммерческими банками в портфельных инвестициях на финансовых рынках;

-проведение анализа используемых в портфельном менеджменте агрегированных финансовых характеристик портфеля;

-проведение анализа общепринятых индикаторов и индексов фондового рынка в качестве эталонных портфелей;

-обоснование целеполагания при управлении портфелем как банка в целом, так и портфелем каждого клиента;

-разработка формализованного подхода к оценке эффективности управления инвестиционным портфелем;

-разработка модели управления инвестиционным портфелем на основе критерия «допустимых потерь»;

-выявление недостатков автоматизированных банковских систем при принятии инвестиционных решений в дилинговой области;

-постановка задачи для разработки информационно-аналитической системы поддержки принятия инвестиционных решений на финансовых рынках в коммерческих банках.

Объект исследования и информационная база диссертации. Объектом диссертационного исследования является процесс принятия инвестиционных решений при управлении портфелем коммерческого банка и его клиентов на фондовом рынке.

Предметом исследования - совокупность практических вопросов, связанных с моделью управления многомерным инвестиционным портфелем коммерческого банка, оценкой удовлетворительности применяемой стратегии управления портфелем. Также затронуты вопросы создания информационно-аналитического обеспечения поддержки принятия инвестиционных решений в коммерческом банке.

Научный анализ проведен на основе материалов практической деятельности и отчетности отдела дилинговых операций ООО «Национальный Коммерческий Банк» и ОАО «Корпорация ФНДС». Использовались также директивные документы Банка России и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, специальная научная литература, публикации в периодической печати.

Методология исследования. Методологической и теоретической основой диссертационной работы являются научные труды отечественных и зарубежных авторов, касающиеся различных аспектов теории и практики управления инвестиционным портфелем на финансовых рынках, построения информационно-аналитических систем; законодательные и нормативные акты; данные ряда российских и зарубежных информационно-аналитических и консультационных агентств. В ходе теоретических обоснований и анализа процесса принятия инвестиционных решений автором учитывалась практическая значимость данного исследования и возможность применения его результатов как коммерческими банками, так и иными профессиональными участниками финансового рынка.

Исследования базируются на методах системного анализа, экономико-математических, статистических и экспертных методах. В работе используется статистический и аналитический материал по оценке эффективности управления портфельными инвестициями на российском финансовом рынке.

Структура и объем диссертации. Работа состоит из введения, трех глав и заключения. Диссертация содержит 7 таблиц, 10 рисунков и 5 приложений, в том числе распечатки некоторых хранимых процедур информационно-аналитической системы.

## Фондовый рынок как часть инвестиционной сферы. Инвестиционные инструменты в коммерческом банке

Сфера финансовых инвестиций объединяет сферу реализации имущественных прав субъекта инвестиционной деятельности и сферу обращения финансового капитала. Составной частью сферы реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности является сфера обращения ценных бумаг. В соответствии со ст. 142 Гражданского кодекса Российской Федерации "ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении "[1]. Таким образом, субъект, владеющий любой ценной бумагой, вступает в сферу финансовых инвестиций.

В сфере обращения финансового капитала формируются рынки денежных и капитальных ценных бумаг [69, С. 179]. К ценным бумагам денежного рынка относятся коммерческие и финансовые векселя, депозитные сертификаты. Среди капитальных ценных бумаг различают долевые ценные бумаги (акции) и долговые ценные бумаги (облигации, финансовые векселя). Кроме рынка ценных бумаг в сфере обращения финансового капитала формируются еще два сектора денежного рынка: межбанковский кредитный рынок и валютный рынок. Определение финансовых инвестиций, данное выше как "вложений в акции, облигации и другие ценные бумаги" отражает возникновение имущественных прав при инвестиционной деятельности и подчеркивает принадлежность рынка ценных бумаг к сфере финансовых инвестиций.

Однако, финансовые инвестиции помимо рынка ценных бумаг реализуются на межбанковском рынке, валютном рынке, рынке банковских кредитов. Традиционно рынок денежных и капитальных ценных бумаг называют фондовым рынком [69, С. 179]. Однако, по своей экономической сущности с точки зрения реализации инвестиций к фондовым инструментам очень близки валюты, кредиты, депозиты, т.е. практически все инструменты денежного рынка и рынка капиталов. Таким образом, стирается грань между двумя последними.

Ряд одинаковых признаков инструментов денежного рынка и рынка капиталов позволяет акцентировать их схожесть с точки зрения финансовых инвестиций. Каждый из этих инструментов является ликвидным внутри своего сектора рынка, в законодательно определенной степени свободным для использования в качестве объекта инвестиций и может рассматриваться как ценность, приносящая доход.

В представленной работе нами будет использоваться традиционное определение фондового рынка как рынка ценных бумаг, под инвестиционным портфелем фондовых инструментов - рассматриваться портфель, состоящий из различных видов ценных бумаг. В силу одинаковой инвестиционной сущности инструментов денежного рынка и рынка капиталов как объектов инвестиционной деятельности методические подходы к управлению инвестиционным портфелем фондовых инструментов могут быть распространены на управление портфелями инструментов денежного рынка и рынка капиталов. Например, в коммерческих банках на практике наряду с понятием инвестиционного портфеля ценных бумаг используются понятия кредитного портфеля и портфеля валют. При этом акцент делается на управлении портфелем как совокупностью инвестиционных инструментов, безотносительно конкретной природы объекта инвестирования.

## Финансовые характеристики инвестиционного портфеля

В дилинговой области выражается крайняя необходимость проведения финансового анализа, то есть расчета агрегированных характеристик многомерного инвестиционного портфеля и ведения многомерных баз данных. Анализ состояния инвестиционного портфеля (субпортфеля) коммерческого банка и его клиентов, инвестиционной среды строится на тех же принципах эволюции агрегированных показателей, что и финансовый анализ. В настоящее время не существует инструкций по построению таких агрегированных показателей и область исходной информации и данных для подобного анализа значительно шире. Для стандартного финансового анализа деятельности коммерческого банка разработана система нормативов [7] и данными служат балансовые и аналитические счета, счета депо, условия договоров. Объем данных для портфельного анализа, в отличие от стандартного финансового анализа, определяется творческим потенциалом аналитика и лишь малая его часть состоит их данных бухгалтерского баланса.

Под инвестиционным портфельным анализом будем понимать процесс отбора значимой рыночной информации, мониторинг характеристик рынков, агрегированных финансовых характеристик портфелей (субпортфелей), формирования баз данных.

Для портфельного менеджера технология управления многомерным инвестиционным портфелем (субпортфелями) заключается в построении набора эволюции реального и виртуальных 0 портфелей (субпортфелей) с последующей реализацией какого-либо из них. Выбор из возможного набора эволюции портфелей есть оптимизационная задача инвестирования. В этой оптимизационной задаче на высшем уровне абстракции единицей изучения является портфель, а не отдельный инструмент. Для описания новой единицы изучения - портфеля, служат уже не данные в виде информации по ценам инструментов, а агрегированные данные, которые являются финансовыми характеристиками инвестиционного портфеля. Финансовые характеристики портфеля - временные "срезы" многомерного пространства инвестиционных возможностей. Последовательные временные "срезы" позиционирования инвестиционного портфеля дают траекторию эволюции целевых функций -доходности, риска, ликвидности - в соответствии с целями инвестирования.

Дадим анализ основных финансовых характеристик инвестиционного портфеля. Среди традиционных финансовых характеристик многомерного инвестиционного портфеля самыми используемыми в современной теории инвестиций являются доходность и риск. Прежде чем рассчитывать доходность необходимо знать самую первую агрегированную характеристику состояния управляемого портфеля - текущую стоимость.

## Основные положения модели управления портфелем на основе критерия «допустимых потерь»

В логически сформулированной или интуитивной торговой стратегии присутствуют проблемы систематического характера - выбора модели описания рынка и модели управления. Выход может быть найден через дополнительное условие, определяющее правила удовлетворительности описания рынка данной рыночной моделью и удовлетворительности применяемой торговой стратегии.

От традиционной максимизации целевой функции доходности инвестиций предлагается переход к формальному определению достаточного уровня эффективности инвестиций (или «допустимых потерь») и, далее, к подбору соответствующих агрегированных характеристик инвестиционного портфеля.

Выбор концепции. Предлагаемая модель управления многомерным инвестиционным портфелем на основе критерия «допустимых потерь» выстраивается в рамках положений теории рефлексивности финансовых рынков [40], [74], [75], [76]. Теория рефлексивности рынка принимает гипотезу о двух основных фазах 1б рынков: квазиравновесия и переходной.

При разработке модели управления инвестиционным портфелем на основе критерия «допустимых потерь» нами принимаются следующие допущения рефлексивной модели рынка, сформулированные в исследовании А. Казакова [40]:

1.Динамика рынка представляется как совокупность чередующихся фаз: квазиравновесных и переходных.

2.Выход цен инвестиционных инструментов за зоны (каналы) квазиравновесия инициирует переходный процесс поиска нового квазиравновесного состояния.

3.Рынок постоянно находится в фазе саморефлексии, причем фазы рыночного процесса отличаются знаком обратной рефлексивной связи.

4.Корректный прогноз рынка невозможен (принимается условно).

Последнее утверждение, с нашей точки зрения, вовсе не отвергает необходимость проведения аналитического исследования финансовых рынков. Описание рынков двухфазной моделью является «фильтром», выделяющим квазиравновесные состояния рынка. Следовательно, задачей аналитического исследования рынков является определение текущего состояния рынка как квазиравновесного или переходного.

С нашей точки зрения, российский финансовый рынок за счет узости инструментов и узости круга участников в наибольшей степени можно назвать саморефлексивным. Когнитивная функция вбирает в себя феномен влияния политических событий на рынок, малый опыт российских участников рынков, бюджетную ограниченность аналитического инструментария. В исследовании А.Казакова доказано, что движение мировых фондовых рынков может описываться в рамках теории (само)рефлексивности и квазиравновесности, существуют верифицируемые торговые стратегии, показывающие результаты выше среднерыночных (индексных). Так же показано, что российский фондовый рынок находился в зоне квазиравновесия лишь 1/4 часть своей истории [40, С. 54], что позволяет говорить о его более высокой волатильности по сравнению с западными фондовыми рынками.