**Инвестиции**

**Тема 12. Управление инвестиционным портфелем**

СОДЕРЖАНИЕ

1 Инвестиционный портфель: понятие, классификация, факторы формирования

2 Теории управления инвестиционным портфелем

3 Стратегии и методы управления инвестиционным портфелем

Список использованных источников

1 Инвестиционный портфель: понятие, классификация, факторы формирования

Процесс формирования инвестиционной стратегии связан с подбором определенной совокупности объектов инвестирования для осуществления инвестиционной деятельности (портфеля инвестиций). Современная портфельная теория исходит из того, что при осуществлении инвестиционной деятельности инвесторы могут вкладывать средства не в один, а несколько объектов, формируя тем самым некую совокупность объектов инвестирования.

Под инвестиционным портфелем понимается целенаправленно сформированная в соответствии с определенной инвестиционной стратегией совокупность вложений в инвестиционные объекты. Исходя из этого основная цель формирования инвестиционного портфеля может быть сформулирована как обеспечение реализации разработанной инвестиционной политики путем подбора наиболее эффективных и надежных инвестиционных вложений. В зависимости от направленности избранной инвестиционной политики и особенностей осуществления инвестиционной деятельности определяется система специфических целей, в качестве которых могут выступать: максимизация роста капитала; максимизация роста дохода; минимизация инвестиционных рисков; обеспечение требуемой ликвидности инвестиционного портфеля [5].

Данные цели формирования инвестиционного портфеля в существенной степени являются альтернативными. Так, рост рыночной стоимости капитала связан с определенным снижением текущего дохода инвестиционного портфеля. Приращение капитальной стоимости и увеличение дохода ведут к повышению уровня инвестиционных рисков. Задача достижения требуемой ликвидности может препятствовать включению в инвестиционный портфель объектов, обеспечивающих рост капитальной стоимости или получение высокого дохода, но характеризующихся, как правило, весьма низкой ликвидностью. В связи с альтернативностью рассмотренных целей инвестор при формировании инвестиционного портфеля определяет их приоритеты или предусматривает сбалансированность отдельных целей исходя из направленности разработанной инвестиционной политики.

Учет приоритетных целей при формировании инвестиционного портфеля лежит в основе определения соответствующих нормативных показателей, служащих критерием при отборе вложений для инвестиционного портфеля и его оценке. В зависимости от принятых приоритетов инвестор может установить в качестве такого критерия предельные значения прироста капитальной стоимости, дохода, уровня допустимых инвестиционных рисков, ликвидности. Вместе с тем в составе инвестиционного портфеля могут сочетаться объекты с различными инвестиционными качествами, что позволяет получить достаточный совокупный доход при консолидации риска по отдельным объектам вложений.

Различие видов объектов в составе инвестиционного портфеля, целей инвестирования, других условий обусловливает многообразие типов инвестиционных портфелей, характеризующихся определенным соотношением дохода и риска. Это находит свое отражение в различных классификационных схемах, приводимых в экономической литературе.

Классификация инвестиционных портфелей по видам объектов инвестирования связана прежде всего с направленностью и объемом инвестиционной деятельности. Для предприятий, осуществляющих производственную деятельность, основным типом формируемого портфеля является портфель реальных инвестиционных проектов, для институциональных инвесторов - портфель финансовых инструментов.

Это не исключает возможность формирования смешанных инвестиционных портфелей, объединяющих различные виды относительно самостоятельных портфелей (субпортфелей), характеризующихся различными видами инвестиционных объектов и методами управления ими. При этом специализированные инвестиционные портфели могут формироваться как по объектам инвестиции, так и по более частным критериям; отраслевой или региональной принадлежности, срокам инвестиций, видам риска и др.

Так, инвестиционный портфель фирмы (компании) в условиях рыночной экономики включает, как правило, не только портфель реальных инвестиций, но и портфель ценных бумаг, и может дополняться портфелем прочих финансовых инвестиций (банковские депозиты, депозитные сертификаты и пр.).

Инвестиционный портфель банка может включать комбинацию следующих портфелей: портфель инвестиционных проектов; портфель инвестиционных кредитов; портфель ценных бумаг; портфель долей и паев; портфель недвижимости; портфель вложений в драгоценные металлы, коллекции и прочие объекты инвестирования.

В зависимости от приоритетных целей инвестирования можно выделить: портфель роста, портфель дохода, консервативный портфель, портфель высоколиквидных инвестиционных объектов.

Портфель роста и портфель дохода ориентированы преимущественно на вложения, обеспечивающие соответственно приращение капитала или получение высоких текущих доходов, что связано с повышенным уровнем риска. Консервативный портфель, напротив, формируется за счет инвестиционных объектов с меньшим уровнем риска, которые характеризуются более низкими темпами прироста рыночной стоимости или текущих доходов. Портфель высоколиквидных инвестиционных объектов предполагает возможность быстрой трансформации портфеля в денежную наличность без существенных потерь стоимости.

Эти типы портфелей, в свою очередь, включают целый ряд промежуточных разновидностей. Например, в рамках портфеля роста могут быть выделены: портфель консервативного роста, портфель среднего роста, портфель агрессивного роста.

По степени соответствия целям инвестирования следует выделить сбалансированные и несбалансированные портфели. Сбалансированный портфель характеризуется сбалансированностью доходов и рисков, соответствующей качествам, заданным при его формировании. В его состав могут быть включены различные инвестиционные объекты: с быстро растущей рыночной стоимостью, высокодоходные и иные объекты, соотношение которых определяется рыночной конъюнктурой. При этом комбинация различных инвестиционных вложений позволяет достичь приращения капитала и получения высокого дохода при уменьшении совокупных рисков. Несбалансированный портфель может рассматриваться как портфель, не соответствующий поставленным при его формировании целям.

Поскольку подбор объектов в составе инвестиционного портфеля осуществляется в соответствии с предпочтениями инвесторов, существует связь между типом инвестора и типом портфеля. Так, консервативному инвестору соответствует высоконадежный, но низкодоходный портфель, умеренному - диверсифицированный портфель, агрессивному - высокодоходный, но рискованный портфель.

Анализ различных теорий портфельного инвестирования свидетельствует о том, что в основу формирования инвестиционного портфеля должны быть положены определенные принципы. К основным из них можно отнести [3]:

- обеспечение реализации инвестиционной политики, вытекающее из необходимости достижения соответствия целей формирования инвестиционного портфеля целям разработанной и принятой инвестиционной политики;

- обеспечение соответствия объема и структуры инвестиционного портфеля объему и структуре формирующих его источников с целью поддержания ликвидности и устойчивости предприятия;

- достижение оптимального соотношения доходности, риска и ликвидности (исходя из конкретных целей формирования инвестиционного портфеля) для обеспечения сохранности средств и финансовой устойчивости предприятия;

- диверсификация инвестиционного портфеля, включение в его состав разнообразных инвестиционных объектов, в том числе и альтернативных инвестиций для повышения надежности и доходности и снижения риска вложений;

- обеспечение управляемости инвестиционным портфелем, что предполагает ограничение числа и сложности инвестиций в соответствии с возможностями инвестора по отслеживанию основных характеристик инвестиций (доходности, риска, ликвидности и пр.).

В отличие от портфелей других объектов инвестирования портфель реальных инвестиционных проектов является, как правило, наиболее капиталоемким, наименее ликвидным, высокорисковым, также наиболее сложным в управлении, что определяет высокий уровень требований к его формированию, отбору включаемых в него инвестиционных проектов.

Общий подход к рассмотрению реальных инвестиционных проектов предполагает оценку области деятельности проекта, анализ проекта, выбор метода финансирования, выявление рисков проекта, разработку схемы распределения рисков и схемы финансирования. Важной задачей является определение факторов, позволяющих произвести предварительный отбор инвестиционных проектов. К таким факторам можно отнести: приоритеты в политике реализации структурной перестройки экономики региона; состояние отраслевой среды, характеризующееся стадией цикла, в которой находится отрасль, структура и конкурентоспособность отрасли, законодательство и нормативная база; соответствие инвестиционного проекта стратегии деятельности компании; степень разработанности инвестиционного проекта; концентрацию средств на ограниченном числе объектов; сравнительно быстрые сроки окупаемости вложений; наличие производственной базы и инфраструктуры для реализации инвестиционного проекта; объем инвестиций, требующихся для реализации проекта; форму инвестирования; структуру источников финансирования инвестиционного проекта, долю собственных и привлеченных средств в реализации проекта; наличие и качество маркетинговых исследований; уровень риска несвоевременной реализации проекта и недостижения расчетной эффективности; возможность использования льготной политики налогообложения; поддержку инвестиционного проекта федеральными и/или региональными государственными структурами.

Портфель ценных бумаг по сравнению с рассмотренными выше видами инвестиционных портфелей характеризуется рядом особенностей. К положительным можно отнести более высокую степень ликвидности и управляемости, к отрицательным - отсутствие в ряде случаев возможностей воздействия на доходность портфеля, повышенные инфляционные риски.

Проблемы формирования портфеля ценных бумаг занимают одно из ведущих мест в современной экономической теории и практике, что обусловлено их актуальностью в условиях развитого рынка. Однако условия российской экономики не позволяют в полной мере применять общие положения теории портфельного инвестирования и сформированный на Западе арсенал инвестиционных стратегии.

В связи с этим при определении основ формирования фондового портфеля неизбежно приходится ограничиваться использованием лишь тех аспектов портфельной теории, которые могут быть в какой-то степени адаптированы к российской действительности, и учитывать специфические формы проявления различных факторов, воздействующих на выбор ценных бумаг для портфельного инвестирования в российской экономике.

К основным факторам, определяющим формирование фондового портфеля, можно отнести:

- приоритеты целей инвестирования, реализация которых обусловливает выбор конкретного типа инвестиционного портфеля;

- степень диверсификации инвестиционного портфеля;

- необходимость обеспечения требуемой ликвидности портфеля;

- уровень и динамику процентной ставки;

- уровень налогообложения доходов по различным финансовым инструментам.

В соответствии с целью инвестирования формирование портфеля ценных бумаг может осуществляться на основе различного соотношения дохода и риска, характерного для того или иного типа портфеля. В зависимости от выбранного типа портфеля осуществляется отбор ценных бумаг, обладающих соответствующими инвестиционными свойствами.

Сформированный с учетом всех рассмотренных факторов портфель ценных бумаг подлежит совокупной оценке по критериям доходности, риска и ликвидности, которая должна показать, соответствуют ли его основные характеристики заданному типу портфеля. При необходимости усилить целевую направленность портфеля по отдельным критериям в него вносятся определенные коррективы.

2 Теории управления инвестиционным портфелем

**инвестиционный портфель ставка доходность**

В теории портфельного анализа существуют подходы, позволяющие сформировать оптимальный инвестиционный портфель. Оптимальным является такой портфель ценных бумаг, который обеспечивает оптимальное сочетание риска и доходности. Согласно теории Г. Марковича, для принятия решения о вложении средств инвестору не нужно проводить оценку всех портфелей, а достаточно рассмотреть лишь так называемое эффективнее множество портфелей. Теорема об эффективном множестве гласит: инвестор выберет свои оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых обеспечивает:

- максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска;

- минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности.

Г. Маркович разработал очень важное для современной теории портфеля ценных бумаг положение, согласно которому совокупный риск портфеля можно разложить на две составные части. Первая - это систематический риск, который нельзя исключить и которому подвержены все ценные бумаги практически в равной степени. Вторая — специфический риск для каждой конкретной ценной бумаги, которого можно избежать, управляя портфелем ценных бумаг [7].

Модель Марковица требует очень большого количества информации. Упрощенной версией модели Марковица, требующей гораздо меньшего количества информации, является модель У. Шарпа. Согласно Шарпу, прибыль на каждую отдельную акцию строго коррелирует с общим рыночным индексом, что значительно упрощает процедуру нахождения эффективного портфеля. Анализируя поведение акций на рынке, Шарп пришел к выводу, что вовсе не обязательно определять ковариацию каждой акции друг с другом. Вполне достаточно установить, как каждая акция взаимодействует со всем рынком. И поскольку речь идет о ценных бумагах, то, следовательно, нужно взять в расчет весь объем рынка ценных бумаг. Однако нужно иметь в виду, что количество ценных бумаг, и прежде всего акций, в любой стране достаточно велико. С ними осуществляется ежедневно громадное количество сделок как на биржевом, так и на внебиржевом рынке. Цены на акции постоянно изменяются, поэтому определить какие-либо показатели по всему объему рынка оказывается практически невозможным. В то же время установлено, что если мы выберем некоторое количество определенных ценных бумаг, то они смогут достаточно точно охарактеризовать движение всего рынка ценных бумаг. В качестве такого рыночного показателя можно использовать фондовые индексы.

Вопрос о количественном составе портфеля можно решать как с позиции теории инвестиционного анализа, так и с точки зрения современной практики. Согласно теории инвестиционного анализа простая диверсификация, то есть распределение средств портфеля по принципу - «не клади все яйца в одну корзину» - ничуть не хуже, чем диверсификация по отраслям, предприятиям и т. д. Кроме того, увеличение различных активов, то есть видов ценных бумаг, находящихся в портфеле, до восьми и более, не дает значительного уменьшения портфельного риска. Максимальное сокращение риска достижимо, если в портфеле отобрано от 10 до 15 различных ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, то есть возникает эффект излишней диверсификации, чего следует избегать. Излишняя диверсификация может привести к таким отрицательным результатам, как: невозможность качественного портфельного управления; покупка недостаточно надежных, доходных, ликвидных ценных бумаг; рост издержек, связанных с поиском ценных бумаг (расходы на предварительный анализ); высокие издержки по покупке небольших мелких партий ценных бумаг и т. д. Издержки по управлению излишне диверсифицированным портфелем не дадут желаемого результата, так как доходность портфеля вряд ли будет возрастать более высокими темпами, чем издержки в связи с излишней диверсификацией.

Рассматривая вопрос сточки зрения практики отечественного фондового рынка, необходимо прежде всего решить проблему: а имеется ли на нем достаточное количество качественных ценных бумаг, инвестируя в которые можно достигнуть вышеприведенных норм. В частности, на отечественном фондовом рынке разновидностей портфелей немного, и не каждый конкретный держатель, учитывая состояние рынка ценных бумаг, может себе позволить инвестирование в корпоративные акции.

Поэтому приходится констатировать, что на отечественном рынке лишь государственные ценные бумаги являются одним из основных объектов портфельного инвестирования.

3 Стратегии и методы управления инвестиционным портфелем

Портфельное инвестирование состоит из следующих этапов[1]:

- выбор и формулирование собственной стратегии;

- определение инвестиционной политики;

- комплексный анализ рынка;

- формирование стартового портфеля;

- реструктуризация портфеля.

К основным стратегиям управления инвестиционным портфелем относятся:

1. Стратегия постоянной стоимости. В этом случае при управлении портфелем будет поддерживаться на одном уровне общая стоимость портфеля, что достигается либо изъятием полученной прибыли, либо внесением дополнительных средств в случае убытков,

2. Стратегия постоянных пропорций. При этой стратегии владелец портфеля поддерживает в течение определенного периода времени одинаковые соотношения между отдельными составляющими портфеля. Структура портфеля, по которой устанавливаются пропорции, может быть определена по большому числу признаков, например уровень рискованности ценных бумаг, виды ценных бумаг, отраслевая или региональная (в том числе страновая) принадлежность эмитентов ценных бумаг и т.д. Когда в результате движения рыночных цен на ценные бумаги, входящие в портфель, установленное соотношение нарушается, банк производит продажу ценных бумаг, доля которых возросла, а на вырученные денежные средства покупает ценные бумаги, доля которых упала.

3. Стратегия плавающих пропорций. Более сложная стратегия ценных бумаг, заключающаяся в установлении разнообразных (но не постоянных) соотношений между желаемыми пропорциями портфеля, Например, если при выборе такой стратегии инвестор, склонный к риску, исходит из предположения, что рынок инертен и уже произошедшее изменение пропорций в портфеле будет происходить и дальше. Иными словами, если доля акций в портфеле возросла за счет их более быстрого роста по сравнению с облигациями, то инвестор приобретает акции, рассчитывая на продолжение их ускоренного роста.

4. Агрессивная стратегия. В этом случае допускается высокая доходность вложений и высокий риск, объектом вложений обычно выступают акции, высокодоходные облигации ненадежных эмитентов и другие рискованные активы.

5. Сбалансированная (опытная) стратегия. В этом случае поддерживается равномерное распределение высокорискованных и низкорискованных активов, т.е. в случае возникновения непредвиденных сложностей их реализации на вторичном рынке осуществляется с минимальными потерями.

6. Консервативная стратегия предполагает минимальную степень риска с уделением особого внимания надежности ценных бумаг.

Способами снижения инвестиционного риска являются диверсификация и хеджирование.

При формировании портфеля инвестору следует учитывать большое количество факторов риска, однако принципиальным является разбиение их на две группы: рыночные (сюда входят все основные риски, которые могут изменить общую ситуацию на рынке) и портфельные (присущие только финансовым инструментам, включенным в портфель инвестора) риски. На практике снизить рыночные риски инвестор не может, он может лишь выбирать момент выхода на рынок, когда такие риски минимальны, или хеджировать часть рисков через производные финансовые инструменты (хеджирование - страхование рисков от неблагоприятных изменений цен, осуществляемое путем встречных покупок (продаж) фьючерсных контрактов). Специфические портфельные риски поддаются регулированию. Так, если инвестор стремится их снизить, то наиболее простой способ достичь такого результата - максимально возможная диверсификация вложений, т.е. включение в портфель наибольшего количества ценных бумаг. Чем больше различных инструментов будет включено в портфель инвестора, тем больше динамика портфеля будет похожа на динамику рынка и целом. Таким образом, диверсификация - простейший и надежнейший способ снижения специфических рисков, присущих отдельным инвестиционным портфелям.

Портфели ценных бумаг, построенные по принципу диверсификации, предполагают комбинацию из достаточно большого количества ценных бумаг с разнонаправленной динамикой движения курсовой стоимости (дохода). Такая диверсификация может носить отраслевой или региональный характер, а также проводиться по различным эмитентам. Диверсификация, призванная снизить инвестиционные риски при обеспечении максимальной доходности, основана на различиях я колебаниях доходов и курсовой стоимости ценных бумаг.

В соответствии с современной портфельной теорией результаты простой диверсификации и диверсификации по отраслям, предприятиям, регионам и т.д. по существу тождественны. Аналитические данные свидетельствуют, что наличие в портфеле 10-15 различных ценных бумаг значительно снижает риск вложений; дальнейшее увеличение количества активов и увеличение степени диверсификации не играет существенной роли при прочих равных условиях для снижения инвестиционного риска (табл. 3.1) и является нецелесообразным, поскольку ведет к эффекту излишней диверсификации.

Таблица 3.1 - Изменение риска портфеля ценных бумаг при различной степени диверсификации при одинаковом уровне риски (25 видов ценных бумаг) [7]

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Число ценных бумаг в портфеле | Доля ценных бумаг каждого вида, % | Риск по каждому в илу, % | Риск портфеля, % |
| 1 | 100 | 30 | 30 |
| 2 | 50 | 30 | 15 |
| 5 | 20 | 30 | 6 |
| 10 | 10 | 30 | 3 |
| 20 | 5 | 30 | 1.5 |
| 25 | 4 | 30 | 1,2 |

Эффект излишней диверсификации характеризуется превышением темпов прироста издержек по ее осуществлению над темпами прироста доходности портфеля, что связано с возрастанием сложностей качественного портфельного управления при увеличении количества ценных бумаг, увеличением вероятности приобретения некачественных ценных бумаг, ростом издержек по отбору ценных бумаг, по покупке мелких лотов ценных бумаг и другими отрицательными явлениями.

Моделирование инвестиционного портфеля заключается в комплексном анализе финансового рынка и подборе финансовых инструментов, удовлетворяющих требованиям инвестиционной политики. Подбор инструментов очень важен. Определяется круг инструментов, которые потенциально могут быть включены в портфель, и сочетание инструментов, не нарушающих ограничения, наложенные инвестиционной политикой. Например, очевидно, что при построении консервативного портфеля вряд ли имеет смысл вкладывать средства в высокорискованные акции без хеджирования рисков; следовательно, в этом случае сам актив и инструмент хеджирования выступают на практике как единый инструмент портфельного инвестирования. Определившись со стратегией, степенью допустимого риска, следует очертить круг активов, которые могут быть включены в инвестиционный портфель. Затем проводится анализ инструментов, выбранных для включения в портфель.

Различают два основных способа управления инвестиционными портфелями: активный и пассивный. Активное управление характеризуется прогнозированием размера возможных доходов от инвестированных средств, умением осуществлять это более точно и оперативно, чем финансовый рынок, т.е. умение предвидеть и опережать события. Исходя из этого считается, что держание любого портфеля является временным делом. При этом, когда разница в ожидаемых доходах, полученная в результате либо удачного, либо ошибочного решения или из-за изменения рыночных условий, исчезает, составные части портфеля или весь портфель заменяются другими.

Инвесторы, применяющие активную тактику, отслеживают и приобретают наиболее эффективные ценные бумаги и стараются максимально быстро избавиться от низкодоходных активов. Подобное управление имеет международный эквивалент «свопинг», что означает постоянный обмен, ротацию ценных бумаг через финансовый рынок. Выделяют следующие основные формы активного управления: подбор «чистого» дохода, подмена, сектор-своп, предвидение учетной ставки. Подбор «чистого» дохода представляет собой метод, когда, например, продается облигация с более низким доходом, а приобретается - с более высоким. Подмена заключается в том, что обмениваются две похожие, но отнюдь не идентичные ценные бумаги, имеющие одинаковую доходность, но разный период обращения (облигации). При использовании сектора-своп осуществляется перемещение облигаций из разных секторов экономики, с различным сроком действия, доходом и т.п. Предвидение учетной ставки заключается в стремлении удлинить срок действия портфеля, когда ставки снижаются, и сократить срок действия, когда ставки растут. При этом по мере роста срока действия портфеля его цена в большей степени подвержена изменениям учетных ставок.

Пассивное управление инвестиционным портфелем исходит из предположения, что фондовый рынок достаточно эффективен при выборе ценных бумаг или учете времени. При данной тактике создаются хорошо диверсифицированные портфели с заранее определенным уровнем риска и продолжительным удерживанием портфелей в неизменном состоянии. К их достоинствам можно отнести низкий оборот, минимальные уровни накладных расходов и инвестиционного риска. Ориентиром при пассивном управлении является индексный фонд, выступающий в форме портфеля, созданного для зеркального отражения движения выбранного индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг.

Реструктуризация портфеля проводится в соответствии с рекомендациями выбранной модели, а также с учетом реальной конъюнктуры рынка и ограничении. Кроме того, на этом этапе в случае необходимости может производиться корректировка модели портфеля на основании произошедших изменений на рынке и с учетом текущей эффективности управления портфелем.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Банковское дело : учебник / под ред. Г.Г. Коробовой. М. : Экономист, 2006. 751 с.
2. Дроздов Ф. Внимание инвестора нужно заслужить // Банки и деловой мир. 2009. № 6. С. 15-19.
3. Брюков В. Г. Управление портфелями акций в условиях подъема // Инвестиционный банкинг. 2009. № 2. С. 22-29.
4. Валдайцев С. В. Инвестиции : учебник. - М. : ТК Велби, Изд-во Просрект, 2008. 440 с.
5. Игонина Л.Л. Инвестиции : учебное пособие. М. : Экономистъ, 2008. 478 с.
6. Ильин А.И. Планирование на предприятии : учебник. Мн. : Новое знание, 2007. 635 с.
7. Колтынюк Б. А. Рынок ценных бумаг : учебник. СПб. : Издательство Михайлова В.А., 2008. 427 с.
8. Непомнящая О. В. Современные возможности для частных инвесторов в России // Организация продаж банковских продуктов. 2009. № 3. С. 11 - 28.
9. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : учебное пособие для ВУЗов. М. : ГУ ВШЭ, 2008. 504 с.