**РЕФЕРАТ**

**по дисциплине «Финансовый менеджмент»**

**на тему «Управление портфелем ценных бумаг акционерного общества и методы его оптимизации»**

**1. Методы оптимизации фондового портфеля**

Анализу и методам расчета оптимального, наиболее выгодного плана распределения инвестиций посвящено немало исследований, называемых «теорией портфеля». В теории и практике управления портфелем существуют два подхода: традиционный и современный.

Традиционный подход основывается на фундаментальном и техническом анализе фондового рынка. Он делает акцент на широкую диверсификацию ценных бумаг по отраслям хозяйства. В основном приобретаются бумаги известных промышленных компаний, которые имеют устойчивое финансовое положение.

На основе изучения их прошлой деятельности предполагается, что в будущем они будут иметь положительные финансовые результаты. Кроме того, учитывается более высокая ликвидность ценных бумаг (акций и облигаций), возможность покупать и продавать их в большом количестве, что создает экономию на комиссионных выплатах финансовым посредникам.

Общее правило для осторожных инвесторов, которые обладают возможностями выбора объектов инвестирования, гласит: свои вложения целесообразно распределять между различными видами активов, показавшими за последние 5-10 лет:

различную тесноту связи каждого актива с общерыночными ценами;

противоположный диапазон колебаний цен на фондовые инструменты внутри портфеля.

С таким портфелем ценных бумаг риск неожиданных убытков минимален. Однако вопрос о получении максимально возможной прибыли остается открытым.

Основы традиционной теории управления портфелем разработали западные ученые У. Шарп и Г. Марковиц. Ее основные положения сводятся к следующему.

Во-первых, успех инвестирования в ценные бумаги главным образом связан с прибыльным распределением средств по типам финансовых активов.

Практика показывает, что прибыль инвестора определяется:

на 94 % — выбором типа используемых фондовых инструментов (акции известных промышленных компаний, долгосрочные корпоративные облигации, краткосрочные казначейские векселя федерального правительства и т. д.);

на 4 % — выбором конкретных ценных бумаг данного типа (например, обыкновенных или привилегированных акций акционерных компаний);

на 2 % — оценкой момента приобретения ценных бумаг.

Данный феномен объясняется тем, что ценные бумаги одного типа заметно коррелируют, т. е. если данная отрасль испытывает спад производства, то убыток инвестора не очень зависит от того, преобладают ли в его портфеле ценные бумаги той или иной компании отрасли.

Во-вторых, риск инвестиций в определенный тип фондовых инструментов определяется вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения. Ее прогнозируемое значение можно определить на основе статистических данных о динамике прибыли от инвестиций за предыдущие годы, а риск как среднеквадратичное отклонение от ожидаемой прибыли.

В-третьих, общая доходность и риск инвестиционного портфеля могут изменяться путем варьирования его структурой.

Разработаны различные программы, позволяющие конструировать желаемую пропорцию финансовых активов различных типов. Например, модели, минимизирующие риск при заданном уровне ожидаемой прибыли, и, наоборот, модели, максимизирующие прибыль при заданном уровне риска.

Конечно, все модели, используемые при формировании фондового портфеля, носят вероятностный характер.

Констатирование портфеля в соответствии с требованиями классической теории возможно только при наличии ряда факторов:

развитого рынка ценных бумаг;

наличия статистики цен на фондовые инструменты за ряд последних лет;

равнодоступности финансовой информации для всех потенциальных инвесторов.

В России фондовый рынок находится на стадии становления. Поэтому традиционная теория управления фондовым портфелем в полной мере может быть реализована.

Современная теория портфеля базируется на использовании статистических и математических методов. Ее отличие от традиционного подхода заключается во взаимосвязи между рыночным риском и доходом. Если инвестор стремится получить более высокий доход, то он вынужден сформировать фондовый портфель, состоящий из высокорискованных ценных бумаг (молодых и растущих по объему продаж компаний).

Использование такого подхода требует определенного компьютерного и математического обеспечения. В ряде случаев инвестиционной стратегии акционерной компании отвечает комбинированный подход к управлению портфелем (сочетание традиционного и современного методов).

**2. Диверсификация фондового портфеля**

Диверсификация портфеля ценных бумаг заключается в приобретении их различных видов. Если портфель разнообразен, то входящие в его состав финансовые активы обесцениваются неодинаково и вероятность равновеликого обесценения всего портфеля незначительна.

Диверсификация портфеля обеспечивает инвестору получение стабильного дохода, если в портфеле наряду с обыкновенными акциями присутствуют такие твердо доходные активы, как привилегированные акции, корпоративные облигации, облигации Банка России.

Диверсификация — обязательное условие рационального управления средствами, вложенными в ценные бумаги. Существуют определенные ограничения на диверсификацию портфеля — это его чрезмерное разнообразие, не поддающееся эффективному управлению.

В процессе инвестиционной деятельности могут изменяться цели вкладчика, что приводит к необходимости периодического пересмотра состава портфеля. Пересмотр (обновление) портфеля сводится к изменению соотношения между доходностью, ликвидностью и риском входящих в него ценных бумаг. По результатам анализа принимается решение о продаже определенных видов фондовых инструментов.

Инвестиционная ценная бумага продается, если она:

не принесла инвестору желаемый доход и не ожидается его рост в будущем;

выполнила возложенную на нее функцию;

появились более доходные сферы вложения собственных денежных средств.

Однако на практике встречаются причины более частного характера, приводящие к необходимости реструктуризации фондового портфеля как в отношении акций, так и корпоративных облигаций.

Отдельные экономисты оценивают величину фондового портфеля от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации. Она может привести к таким негативным последствиям, как:

невозможность качественного управления портфелем;

покупка недостаточно доходных и ликвидных ценных бумаг;

рост расходов инвестора на изучение конъюнктуры фондового рынка (его фундаментальный и технический анализ);

высокие издержки на приобретение небольших пакетов ценных бумаг.

Расходы по управлению излишне диверсифицированным портфелем не принесут ожидаемого результата, так как его доходность не будет возрастать более высокими темпами, чем затраты по управлению портфелем.

Возникает практический вопрос — имеется ли в России достаточное количество видов фондовых инструментов, инвестирования в которые выше соотношения? Конечно, нет, поскольку не каждый инвестор, учитывая кризисное состояние фондового рынка, может позволить себе инвестирование в акции акционерных предприятий.

Основные причины, снижающие эффективность вложений в эмиссионные ценные бумаги

Исключение составляют ценные бумаги таких известных российских компаний, как РАО Газпром, РАО ЕЭС России, АО НК Лукойл, АО Сургутнефтьгаз, АО Юкос и ряда других предприятий топливно-энергетического комплекса.

**3. Оценка эффективности фондового портфеля**

портфель ценная бумага оптимизация инвестиционный

Формируя инвестиционный портфель, инвестор должен располагать методикой для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг. Они оцениваются посредством методов фундаментального и технического анализа.

Основной задачей такой оценки является выявление среди множества ценных бумаг той их части, в которую можно вложить денежные средства, не подвергая свои вложения высокому риску.

На практике существует прямая зависимость между доходностью и уровнем риска ценных бумаг. По степени риска минимальный уровень имеют вложения в денежные средства, но они наименее доходны и подвержены обесценению в результате инфляции.

Вторыми по степени риска являются облигации Банка России и муниципальные краткосрочные облигации (например, МКО Правительства Санкт-Петербурга).

Третьими по степени риска являются вложения в банковские и корпоративные облигации, а за ними следуют акции известных промышленных компаний.

Акционерные промышленные компании и финансовые посредники получают следующие доходы по ценным бумагам:

проценты и дивиденды по ценным бумагам;

доход от увеличения курсовой стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле (реализуется при их перепродаже в виде разницы между ценой покупки и ценой продажи);

премии и разницы при вложении денежных средств в производные фондовые инструменты (опционы и фьючерсы);

комиссионное вознаграждение, возникающее при управлении портфельными инвестициями и др.

Соотношение между указанными видами доходов зависит от:

типа инвестиционной стратегии компании (в активных портфелях доля стоимости ценных бумаг выше, чем в пассивах);

более низкой в спекулятивных портфелях доли доходов от процентов и дивидендов;

приоритета в политике финансовых посредников на услуги, оказываемые клиентам (например, консультационных, информационных, посреднических и иных услуг).

Доход инвестора от владения фондовыми инструментами равен доходу от роста их курсовой стоимости и текущего дохода.

Прирост капитала может быть и отрицательной величиной, если стоимость актива снижается.

Полный доход — важный показатель, но он не характеризует эффективность инвестиций в финансовые активы.

Инвестор стремится вложить свои денежные средства в наиболее доходные финансовые активы. Однако неопределенность будущих доходов требует учета возможных отклонений доходности от ожидаемого значения, т. е. учета риска, связанного с вложениями в данный финансовый инструмент.

Фондовый портфель имеет ограничения по сроку жизни, а также по минимальной и максимальной суммам инвестиций. Его доходность определяется тремя величинами: ожидаемой, возможной и средней.

Ожидаемая (минимальная) доходность — величина, которая будет получена по окончании срока жизни портфеля при сочетании наименее благоприятных обстоятельств.

Возможная (максимальная) доходность — величина, получаемая при наиболее вероятном развитии событий. Более высокая доходность связана с повышенным риском для инвестора. Поэтому в процессе инвестирования следует учитывать оба фактора, которые сравниваются со среднерыночным уровнем доходности.

Значение показателя «доходности портфеля», полученное в результате указанных формул, может быть использовано в анализе доходности, скорректированной с учетом риска и среднерыночных показателей.

Данный способ сравнительного исследования очень удобен для инвестора, поскольку он может показать, насколько положительно зарекомендовал себя фондовый портфель относительно рынка ценных бумаг в целом.

**4. Мониторинг портфеля ценных бумаг**

Система мониторинга фондового портфеля представляет собой разработанный акционерной компанией механизм непрерывного наблюдения за ликвидностью, доходностью и безопасностью входящих в него ценных бумаг в условиях постоянно меняющейся рыночной конъюнктуры.

Основными целями разработки системы мониторинга являются:

постоянный контроль за движением рыночной стоимости ценных бумаг и отклонением ее от среднерыночного курса;

анализ причин, вызвавших эти отклонения;

разработка мер по соответствующей корректировке состава и структуры портфеля и вывода из него неэффективных фондовых инструментов;

формирование нового портфеля ценных бумаг, отвечающих инвестиционной направленности владельца.

В этих целях используются различные методы анализа за состоянием фондового рынка и инвестиционных качеств ценных бумаг отдельных эмитентов.

Наиболее представительными считаются два направления:

фундаментальный анализ;

технический анализ.

Анализ требует больших денежных затрат и высокой квалификации инвестиционных менеджеров.

Фундаментальный анализ оправдывает себя при длительной работе с крупными компаниями и при ориентации на среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Приемы технического анализа более оперативны и основаны на информации о динамике биржевых курсов акций, что вполне достаточно для принятия инвестиционных решений. Часто указанные методы используются в комбинации.

В условиях недостаточно развитого рынка ценных бумаг в России наиболее предпочтительным является фундаментальный анализ. Он включает три уровня задач:

изучение общей экономической ситуации в стране;

анализ отдельных сегментов рынка ценных бумаг;

изучение финансового состояния отдельных компаний-эмитентов.

Результаты фундаментального анализа оформляются в форме исследовательского отчета. Изучение общей экономической ситуации основано на показателях, характеризующих динамику производства, уровень деловой активности, накопления и потребления, темпы инфляции, финансовое состояние государства (бюджетный дефицит, объем внутреннего и внешнего долга и др.).

Анализ отдельных сегментов фондового рынка осуществляется в отраслевом разрезе. В каждый данный момент устанавливаются отрасли, которые находятся на подъеме и обеспечивают инвесторам наиболее выгодные вложения средств.

В фундаментальном анализе практикуется классификация всех отраслей на три типа: устойчивые, циклические и растущие.

К устойчивым относятся отрасли, выпускающие жизненно важную продукцию для населения, а также оказывающие ему необходимые услуги (пищевая промышленность, коммунальные услуги и др.). Эти отрасли наиболее надежны с точки зрения инвестиций в их ценные бумаги, которые, однако, не отличаются высокой доходностью.

Циклические отрасли производят средства и товары длительного пользования (автомобилестроение, энергомашиностроение, сельхозмашиностроение и др.). Результативность вложений в данные отрасли зависит от стадии цикла, на которой они находятся. Те из них, которые проходят стадию подъема, обеспечивают высокую доходность инвестиций в ценные бумаги.

Растущие отрасли отличаются высокими темпами объема производства, превосходящими темпы роста ВВП по стране в целом. В России это отрасли горнодобывающей промышленности, электроэнергетики, нефтепереработки. Инвестиции в такие отрасли сопряжены с большим риском, но они предлагают вкладчикам высокий доход в настоящем и будущем периодах.

Анализ финансового состояния отдельных акционерных компаний позволяет отобрать те из них, которые в наибольшей степени отвечают инвестиционным целям вкладчиков.

Оценка инвестиционной привлекательности акционерных обществ включает четыре этапа:

изучение текущего финансового положения и перспектив его изменения;

анализ показателей деятельности компаний (ликвидности, платежеспособности, оборачиваемости и доходности активов и др.);

анализ состава и структуры капитала (собственного и заемного);

оценка потенциала акций.

Для определения потенциала акций применяется система покупателей, отражающих качество данных фондовых инструментов. В ходе анализа производится сравнение этих показателей с данными других аналогичных компаний, а также с величинами, сложившимися за предшествующие периоды. По результатам фундаментального анализа составляется справка, отражающая основные финансовые показатели и коэффициенты по рассмотренным компаниям. Затем делаются выводы относительно покупки, продажи или сохранения в своем портфеле ценных бумаг, эмитируемых данными акционерными компаниями.

Технический анализ инвестиционной ситуации базируется на использовании графических методов изучения динамики цен.

В процессе графического анализа решаются три задачи;

прогнозирование уровня цен;

нахождение оптимального момента времени для покупки или продажи ценных бумаг;

проверка полноты и достоверности фундаментального анализа.

Основным методом технического анализа является построение гистограмм, с помощью которых для каждого биржевого дня определяются минимальный и максимальный уровни цены, а также цена при закрытии биржи, т.е. отражаются уровень, и размах колебаний цен. Их совокупность за достаточно длительный период времени позволяет изучить основные тенденции в ценах на акции.

Для снижения риска на фондовом рынке РФ целесообразно отдавать предпочтение прямым инвестициям в ценные бумаги эмитентов, обладающих реальным имуществом, а не покупке акций надстроечных структур типа холдингов.

Высокая инфляция и экономическая нестабильность вынуждают инвесторов сокращать сроки вложений, отдавая предпочтение инвестициям в краткосрочные ценные бумаги (МКО, облигации Банка России, банковские векселя и т. д.).

Совокупность применяемых к портфелю методов и технических приемов представляет собой способ управления, который может быть активным или пассивным. Мониторинг может быть способом как активного, так и пассивного управления.

Конечной целью мониторинга служит выбор ценных бумаг, обладающих инвестиционными качествами, соответствующими данному типу портфеля.

Активная модель управления предполагает систематическое наблюдение и быстрое приобретение ценных бумаг, отвечающих инвестиционным целям портфеля, а также оперативное изучение его состава и структуры. Фондовый рынок России характеризуется быстрым изменением котировок ценных бумаг и высоким уровнем риска. Поэтому ему адекватна активная модель мониторинга, которая делает модель управления портфеля более рациональной. С помощью мониторинга можно прогнозировать размер возможных доходов от операций с ценными бумагами.

Инвестиционный менеджер, занимающийся активным управлением портфеля, обязан купить наиболее эффективные ценные бумаги и быстро продать низкодоходные финансовые активы. В данном случае целесообразно не допустить снижения стоимости портфеля и потерю им инвестиционных качеств. Поэтому необходимо постоянно сравнивать стоимость, доходность, ликвидность и безопасность «нового» портфеля с аналогичными показателями прежнего портфеля, чтобы принимать обоснованные управленческие решения.

Активный способ управления предполагает значительные финансовые расходы, связанные с информационной, аналитической, экспертной и торговой деятельностью на фондовом рынке. Эти затраты могут нести только крупные банки и финансовые компании, имеющие большой портфель ценных бумаг и стремящиеся к получению максимального дохода от профессиональной деятельности на фондовом рынке.

В процессе мониторинга фондового портфеля инвестиционные менеджеры часто используют методы, основанные на анализе кривых доходности, и операции СВОП (обмен одних ценных бумаг на другие: акции на корпоративные облигации).

В первом случае в процессе инвестирования ориентируются на предполагаемые изменения доходности ценных бумаг, чтобы использовать в интересах инвестора будущие изменения процентных ставок. Инвестиционные менеджеры прогнозируют состояние финансового рынка и в соответствии с этим прогнозом корректируют фондовый портфель.

Например, если кривая доходности в данный момент находится на сравнительно низком уровне и будет, согласно прогнозу, повышаться, то это приведет к падению курса надежных ценных бумаг (муниципальных облигаций). Поэтому целесообразно приобретать краткосрочные облигации, которые по мере роста процентных ставок предъявляются к продаже и реинвестируются в более доходные финансовые активы. В данном случае краткосрочные облигации являются дополнительным резервом денежной наличности (ликвидности) компании. Если кривая доходности высока и будет иметь тенденцию к снижению, то инвестор переключается на покупку долгосрочных облигаций, которые обеспечивают более высокий доход.

Таким образом, активный мониторинг представляет собой непрерывный процесс управления портфелем, что требует его периодического пересмотра, частота которого зависит от общей ситуации на финансовом рынке (включая динамику процентной ставки).

Пассивная модель управления предполагает формирование сильно диверсифицированных портфелей с заранее фиксированным уровнем риска, рассчитанным на длительный период времени. Подобный подход возможен для развитого фондового рынка с относительно стабильной конъюнктурой. В условиях общей экономической нестабильности, высоких темпов инфляции в России пассивный мониторинг малоэффективен.

Отметим наиболее общие правила пассивного управления фондовым портфелем:

такое управление рационально только в отношении портфеля, состоящего из малорискованных ценных бумаг;

ценные бумаги должны быть долгосрочными, чтобы портфель существовал в неизменном виде длительное время.

Это дает возможность реализовать на практике основное преимущество пассивного управления — незначительной объем накладных расходов по сравнению с активным мониторингом.

В условиях России портфель не может быть стабильным в обозримом будущем, так как велика вероятность потери не только его стоимости, но и дохода владельца. В российской практике до недавнего времени (до 17.08.1998) применялся собственный метод пассивного управления портфелем ГКО-ОФЗ. Его сущность заключалась в следующем. Исходя из средневзвешенной стоимости капитала (ССК) инвестор определяет минимально необходимый доход. После этого на основе мониторинга осуществлялся отбор ценных бумаг в портфель с гарантированной доходностью и минимальным уровнем риска. Сигналом к изменению образованного портфеля является не конъюнктура фондового рынка, как при активном управлении, а падение доходности портфеля ниже минимального уровня. Следовательно, доходность является тем индикатором, который заставляет инвестора пересматривать состав портфеля.

Выбор тактики управления зависит и от типа портфеля. Например, трудно ожидать высокого дохода, если к портфелю агрессивного дохода, или к портфелю агрессивного роста, применить тактику пассивного управления. Вряд ли будут оправданы высокие расходы на активное управление портфелем, ориентированы на стабильный доход.

Существуют два варианта управления портфелем:

выполнение управленческих функций держателем портфеля;

передача всех функций по управлению портфелем другому юридическому лицу в форме траста (банку или финансовой компании).

Второй способ управления предпочтителен для фондовых портфелей крупных инвесторов.

Рассмотрим оба варианта более подробно. В первом варианте владелец фондового портфеля управляет им самостоятельно. В данном случае держатель портфеля обязан создать специальное структурное подразделение (фондовый отдел), за которым будет закреплено управление портфелем.

В функции фондового отдела акционерной компании входят:

определение целей и типа портфелей;

разработка стратегии и тактики управления портфелем;

оперативное планирование ценных бумаг в рамках заданных целей;

реализация операций, относящихся к управлению портфелем;

анализ и выявление факторов, влияющих на состав, структуру и динамику движения ценных бумаг, входящих в портфель;

принятие и реализация практических решений, направленных на корректировку состава и структуры портфеля.

Для предприятий с небольшим портфелем функции фондового отдела может выполнять один квалифицированный специалист.

Во втором варианте владелец портфеля доверяет осуществлять управление им другому юридическому лицу на основе договора доверительного управления имуществом\*. С помощью такого договора (траста) можно управлять фондовым портфелем промышленных акционерных обществ, инвестиционных компаний и фондов.

**5. Оценка инвестиционной привлекательности ценных бумаг акционерного общества (эмитента)**

Цель инвестирования в финансовые активы зависит от предпочтений каждого вкладчика. Классический вариант — вложение денежных средств в ценные бумаги промышленных компаний (корпораций).

В условиях депрессивной экономики России и недостатка достоверной информации о деятельности акционерных предприятий принятие правильного решения об инвестировании требует от вкладчика умения правильно оценить качество обращающихся на фондовом рынке ценных бумаг.

Основная задача рассматриваемой методики — оценить инвестиционную привлекательность акционерной промышленной компании.

Под инвестиционной привлекательностью понимается наличие экономического эффекта (дохода) от вложения денег в ценные бумаги {акции} при минимальном уровне риска. Методика основана на использовании детерминированного факторного анализа и предполагает расчет результативных показателей (коэффициентов), их группировку по экономическому содержанию, обоснование полученных значений и оценку текущего финансового состояния акционерного общества и перспектив его развития.

Итогом анализа является заключение о степени инвестиционной привлекательности акционерной компании.

Показатели инвестиционной привлекательности эмитента классифицируются по двум группам:

акции предлагаются впервые (первичная эмиссия);

акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке.

В первом случае оценка инвестиционной привлекательности компании {инвесторами, кредиторами, рейтинговыми формами) проводится с использованием традиционных показателей:

оборачиваемости активов;

прибыльности активов;

финансовой устойчивости;

ликвидности активов.

Во втором случае эта оценка дополняется анализом ряда новых показателей. Эти показатели характеризуют эффективность предыдущих выпусков акций акционерного общества.

Оценка характера обращения акций на рынке ценных бумаг связана прежде всего с показателями их рыночной стоимости и ликвидности.

По законодательству России установлены жесткие требования к проспекту эмиссии ценных бумаг. Он должен содержать:

сведения об эмитенте;

данные о его финансовом положении. Эти сведения не приводятся в проспекте эмиссии при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы (товариществ);

сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Условия размещения выпущенных ценных бумаг следующие:

эмитент имеет право начинать размещение выпускаемых им ценных бумаг только после регистрации их выпуска;

количество размещенных ценных бумаг не может превышать их количества, указанного в учредительных документах о выпуске ценных бумаг;

эмитент вправе разместить меньшее количество ценных бумаг, чем указано в проспекте эмиссии. Фактическое количество размещенных ценных бумаг указывается в отчете об итогах выпуска, предоставляемом на регистрацию. Доля неразмещенных ценных бумаг, из числа, отраженного в проспекте эмиссии, определяется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКУБ). Она же устанавливает порядок возврата средств инвесторов при несостоявшейся эмиссии;

эмитент обязан завершить размещение выпускаемых им ценных бумаг по истечении одного года с даты начала эмиссии, если действующим законодательством России не определены иные сроки их размещения. Не допускается размещение ценных бумаг нового выпуска ранее чем через две недели после обеспечения всем потенциальным инвесторам возможности доступа к информации о выпуске. Информация о цене размещения ценных бумаг может быть раскрыта в день начала размещения этих бумаг;

при публичном размещении или обращении выпуска эмиссионных ценных бумаг эмитент не вправе предоставлять преимущество для приобретения этих бумаг одним потенциальным покупателям перед другими.

Однако установлены исключения из этого правила:

при эмиссии государственных ценных бумаг;

при предоставлении акционерам акционерного общества преимущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им акций в момент принятия решения об эмиссии;

при введении эмитентом ограничений на приобретение ценных бумаг нерезидентами. Не позднее 30 дней после окончания размещения ценных бумаг эмитент обязан представить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

Итак, оценка условий эмиссии акций является заключительным этапом изучения их инвестиционных качеств. Предметом такого изучения являются:

цена эмиссии;

условия и периодичность выплаты дивидендов;

степень участия отдельных владельцев в управлении акционерным обществом и другие важные для инвестора сведения, содержащиеся в эмиссионном проспекте.

Следует иметь в виду, что часто предлагаемый эмитентом размер дивидендов по акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств. Поэтому ориентироваться только на этот показатель вряд ли целесообразно. Многое зависит от конъюнктуры фондового рынка, финансового положения эмитента и других факторов.

На основе изучения перечисленных параметров, характеризующих текущее финансовое состояние эмитента и перспективы его развития, делается вывод о степени его инвестиционной привлекательности.

Надежным и перспективным объектом инвестирования считается акционерная компания с устойчивым финансовым положением, растущим объемом продаж, с повышающейся нормой чистой прибыли на авансированный капитал, превышающей среднюю величину за последние 3-5 лет.

Что касается соотношения цена/доход, то данный показатель зависит от рыночной конъюнктуры (курса акций). Поэтому ориентироваться на него следует осторожно, с учетом будущего прогноза рыночных колебаний курса ценных бумаг.

**6. Риски, связанные с портфельными инвестициями, и способы их снижения**

Фондовый рынок потенциально остается важным механизмом привлечения денежных ресурсов в экономику страны, так как у государства и коммерческих банков отсутствуют достаточные средства для вложения их в отрасли хозяйства. Однако любые инвестиционные решения хозяйствующих субъектов связаны с определенным риском. Ожидание потерь, соизмерение их вероятности с предполагаемой выгодой (доходами) составляют основу инвестиционных решений акционерного общества.

Инвестор вкладывает свободные средства в фондовые инструменты с целью получения определенного дохода в абсолютной величине. Доходность — относительный показатель, измеряемый отношением полученного дохода к вложенному капиталу. Инвестора интересует также будущий доход и оценка риска вложений в ценные бумаги. Данная оценка интуитивно устанавливается с вероятностью отклонения величины дохода от некоторого ожидаемого значения.

Практика фондового рынка выработала следующее условие — чем больше предполагаемый доход, тем выше риск, связанный с приобретением тех или иных фондовых инструментов. Риски в инвестиционной деятельности выражаются в снижении доходности реальных или портфельных инвестиций против ожидаемых величин, сопровождаются прямыми финансовыми потерями или упущенной выгодой, возникающей при осуществлении финансовых операций в связи с высокой степенью неопределенности их результатов.

На конечный финансовый результат инвестиционной деятельности влияет множество случайных факторов макро- и микроэкономического характера. Поэтому при осуществлении портфельных инвестиций целесообразно снижать риски, возникающие по зависящим от инвестора (субъективным) причинам (например, его финансовое положение).

Финансовая сделка считается рискованной, если ее эффективность (доходность) не полностью известна инвестору в момент ее заключения (эффективность недетерминирована). Неизвестность (недетерминированность) эффективности, а следовательно, рискованность — свойство любой сделки с куплей-продажей ценных бумаг. До 17.08.1998 некоторое исключение составляли ГКО. После этой даты рискованными считаются и государственные долговые обязательства:

диверсификация (разнообразие) фондового портфеля;

приобретение дополнительной информации о предмете сделки;

самострахование (создание финансовых резервов для покрытия возможных убытков; для акционерных обществ они формируются в обязательном порядке);

страхование финансовых гарантий;

хеджирование — страхование контрактов от неблагоприятного изменения цен, что предполагает поставки ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционные и фьючерсные контракты) и др.

Эффективность операций по ценным бумагам зависит от трех факторов;

цены покупки;

промежуточных выплат;

цены продажи.

Первый фактор детерминирован, так как цена точно известна в момент совершения сделки.

Применительно к процентным ценным бумагам (облигациям) известны и первые два фактора, поскольку они фиксированы в обязательствах эмитента. Однако существует риск их невыполнения. Может быть принято неожиданное решение об отсрочке погашения государственных ценных бумаг. В данном случае акционерная компания может оказаться несостоятельной и неспособной вернуть долги и проценты по ним. С другой стороны, динамика курсовой стоимости процентных ценных бумаг также заранее не известна. Владелец вправе продать их в любой момент до объявления срока погашения, если он решит, что текущий курс выгоден. В случае повышения данного курса в будущем он может оказаться в проигрыше.

Однако эффективность процентных ценных бумаг государства и корпораций может быть предсказуема с определенными допущениями, поскольку купонные и конечные платежи гарантируются государством или имуществом корпораций. Напомним, что даже в случае банкротства акционерной компании ее кредитные обязательства погашаются в первоочередном порядке.

Иное положение складывается с обыкновенными акциями. Условия их покупки не содержат формальных обстоятельств акционерного общества по выплате дивидендов или выкупу по какой-либо фиксированной цене. Приобретение обыкновенных акций, безусловно, рисковая финансовая операция.

Риск портфеля ценных бумаг — степень возможности того, что наступят обстоятельства, при которых инвестор понесет потери, вызванные вложениями в фондовый портфель, а также операциями по привлечению ресурсов для создания портфеля.

Итак, целью управления портфелем является достижение прибыльности, ликвидности и безопасности при минимизации финансовых рисков.

Риски по операциям с финансовыми активами подразделяются на систематические (недиверсификационные) и несистематические (диверсификационные).

Рассмотрим отдельные виды рисков. Систематический риск обусловлен макроэкономической ситуацией в стране, уровнем деловой активности на финансовом рынке. Он не связан с конкретными ценными бумагами, является недиверсифицируемым и непонижаемым. Это общий риск на всю совокупность вложений в фондовые инструменты. Инвестор не сможет их высвободить, не понеся определенные потери. Анализ систематического риска сводится к вопросу о том, стоит ли вообще иметь дело с портфелем ценных бумаг, не выгоднее ли вложить свободные денежные средства в иные формы активов (реальные инвестиции, недвижимость, валюту и др.). Пример систематического риска в России — падение фондового рынка в конце 1991 г., в I полугодии 1992 г., летом 1994 г., в августе—сентябре 1998 г., что обесценило капитал инвесторов, вложенный в портфельные инвестиции. Так, по итогам финансового кризиса в августе-сентябре 1998 г. общие потери ВВП, связанные с негативными последствиями решений Правительства РФ и Центрального банка РФ (17.08.1998), оцениваются в сумме свыше 300 млрд. руб.

Проанализируем отдельные виды систематического риска.

Страновой риск — риск вложения денежных средств в ценные бумаги акционерных компаний, находящихся под юрисдикцией страны с недостаточно устойчивым экономическим положением или с недружественным отношением к стране, резидентом которой является инвестор.

Риск законодательных изменений возникает в связи с перерегистрацией акционерного общества, получением лицензии на право осуществления операций с ценными бумагами, что вызывает дополнительные расходы у эмитента и инвестора.

Валютный риск связан с вложениями в валютные ценные бумаги и обусловлен изменением курса национальной валюты. Потери инвестора возникают в связи с повышением курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

Инфляционный риск возникает вследствие того, что при высоких темпах инфляции доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются (с точки зрения реальной покупательной способности денег) быстрее, чем увеличатся в ближайшем будущем. В результате инвестор понесет потери.

Он характерен для вкладов населения в Сбербанк РФ, где предлагаемый банком процент не возмещает потери вкладчиков вследствие роста цен на товары и услуги. Мировой опыт подтверждает, что высокий уровень инфляции разрушает фондовый рынок.

Отраслевой риск связан со спецификой отдельных отраслей. Данный риск проявляется в изменении инвестиционных качеств и курсовой стоимости ценных бумаг и потерях инвесторов исходя из принадлежности отрасли к определенному типу. По степени риска отрасли классифицируются на подверженные циклическим колебаниям и менее подверженные подобным колебаниям.

Несистематический риск считается диверсифицируемым. Он объединяет (агрегирует) все виды рисков, связанных с конкретными ценными бумагами или эмитентом. Он может быть понижен за счет подбора в портфель менее рискованных финансовых активов.

Рассмотрим отдельные виды несистематического риска.

Кредитный (деловой) риск наблюдается в ситуации, когда эмитент, выпустивший долговые (процентные) ценные бумаги, окажется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга. Кредитный риск компании-эмитента требует внимания как со стороны финансовых посредников, так и инвесторов. Финансовое положение эмитента часто определяется по соотношению между заемными и собственными средствами в пассиве баланса, Дело в том, что банковский кредит достаточно выгодный источник финансирования только в том случае, если сумма процентов по нему меньше, чем сумма затрат по выпуску и размещению дополнительного тиража долговых ценных бумаг (корпоративных облигаций). Однако чем выше доля заемных средств в пассиве баланса (более 50 %), тем больше вероятность для акционеров остаться без дивидендов и процентов, так как усилия акционерной компании будут направлены на погашение процентов по банковскому кредиту. По действующему в России законодательству проценты за краткосрочный кредит банков относятся на издержки производства и обращения и понижают налогооблагаемую прибыль. При банкротстве акционерного общества большая часть дохода от продажи активов будет направлена на погашение долга кредиторам (банкам), и возместить инвестированные средства акционерам будет нечем.

Риск ликвидности связан с возможностью потерь при реализации ценных бумаг из-за изменения их качества. Данный вид риска широко распространен на фондовом рынке России, когда ценные бумаги продаются по курсу, ниже их действительной стоимости. Поэтому инвестор отказывается видеть в них надежный товар.

Процентный риск - вероятность потерь, которые понесут инвесторы с изменением процентных ставок на кредитном рынке. Рост банковских процентных ставок по депозитам приводит к погашению курсовой стоимости акций. При резком повышении процента по депозитным счетам может начаться массовый сброс акций, эмитированных под более низкие проценты. Эти ценные бумаги по условиям выпуска могут быть досрочно возвращены эмитенту.

Риск недобросовестного проведения операций на фондовом рынке часто связан с прямым обманом инвесторов и является предметом рассмотрения в арбитражных судах.

Капитальный риск - общий риск на все вложения в ценные бумаги. Потери при данном виде риска неизбежны. Анализ капитального риска сводится к оценке того, стоит ли иметь дело с портфельными инвестициями, не лучше ли вложить денежные средства в иные виды активов (недвижимость, товары, валюту и т. д.). Типичный пример капитального риска - резкое падение курса ценных бумаг большинства российских предприятий и банков в VI квартале 1998 г.

Селективный риск — риск неправильного выбора ценных бумаг для инвестирования в сравнении с другими их видами при формировании портфеля. Обычно он вызывается неправильной оценкой инвестиционных качеств ценных бумаг.

Отзывной риск — возможные потери инвестора, если эмитент отзовет свои облигации с фондового рынка в связи с превышением фиксированного уровня дохода по ним над текущим рыночным процентом.

Риск поставки ценных бумаг при фьючерсных контрактах связан с возможным невыполнением обязательств по своевременной поставке ценных бумаг, имеющихся у продавца (особенно при проведении спекулятивных операций с ценными бумагами), т. е. при коротких продажах.

Операционный риск вызывается неполадками в работе компьютерных сетей по обработке информации, связанной с ценными бумагами, низким уровнем квалификации технического персонала, нарушением технологий и др.

Итак, совокупность рисков, связанных с вложениями в ценные бумаги, должна учитываться инвестиционными менеджерами в процессе принятия и реализации конкретных управленческих решений.

Для всех инвесторов защита от финансового риска в определенной мере обеспечивается соблюдением типовых правил коммерческой деятельности:

основной капитал желательно финансировать за счет долгосрочных займов, чтобы надолго не связывать собственный капитал;

основной капитал должен быть собственным;

погашение долгосрочных займов и процентов по ним целесообразно осуществлять из денежных поступлений по реализуемым инвестиционным проектам;

краткосрочное заемное финансирование должно соответствовать действительной потребности в кредите;

постоянная ориентация на снижение расходов по формированию и управлению инвестиционным портфелем;

наличные денежные поступления часто важнее прибыли, так как обеспечивают финансовую устойчивость предприятия и его инвестиционную привлекательность для инвесторов и кредиторов;

ориентация предприятия на будущий денежный поток от инвестиционного проекта в форме инвестируемой им прибыли.

В заключение отметим, что риск — нормальная ситуация для деятельности инвестиционного менеджера, который не избегает риска, а, правильно его прогнозируя, стремится снизить до минимального уровня.

Кто не рискует, тот не может добиться большого успеха в предпринимательской деятельности.

**7. Финансовое регулирование портфельных инвестиций**

Важное место в системе государственного регулирования экономики занимает финансовое регулирование финансового рынка.

За последние годы издано множество нормативных актов, регулирующих деятельность профессиональных участников данного рынка. Среди них определяющую роль играют Федеральные Законы «Об акционерных обществах» от 26.12.1995; «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996; «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 23.06.1999 .

Предпринимательская деятельность на фондовом рынке РФ, включая услуги по размещению, купле-продаже финансовых инструментов, осуществляется профессиональными участниками на основании лицензий, выдаваемых Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и ее региональными комиссиями. Предпринимательская деятельность на финансовом рынке, в том числе оказание финансовых услуг инвесторам, привлечение на коммерческой основе средств юридических и физических лиц, не связанное с эмиссией и обращением ценных бумаг, осуществляется коммерческими банками на основании лицензий, выдаваемых Банком России.

Страховые организации осуществляют фондовые операции на основании лицензий, выдаваемых Минфином РФ.

Объектами регулирования являются следующие виды деятельности:

брокерская деятельность — совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании договора комиссии или поручения, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат первоочередному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера или дилера;

дилерская деятельность — совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен купли и продажи этих бумаг с обязательством покупки и продажи их по объявленным ценам;

деятельность по управлению ценными бумагами осуществляется юридическими и физическими лицами от своего имени в течение срока доверительного управления. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению фондовыми инструментами (траст), именуется управляющим. Его права и обязанности определяются законодательством РФ и договорами с клиентами. Если управляющий нанес ущерб своим клиентам, то он обязан возместить за свой счет причиненные им убытки;

депозитарная деятельность — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг или учету и переходу прав на ценные бумаги. Депозитарий — юридическое лицо, являющееся профессиональным участником фондового рынка и осуществляющее деятельность. Депонент — лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг или учету прав на них. Взаимоотношения между депозитарием и депонентом регулируются депозитарным договором (договором о счете депо), оформляемым в письменной форме. Заключение такого договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента;

деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг — сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Деятельностью по ведению данного реестра вправе заниматься только юридические лица (держатели реестра или регистраторы). Регистратор не вправе осуществлять сделки с ценными бумагами. Под системой ведения реестра владельцев понимается совокупность данных, отраженных на бумажных носителях или с использованием электронной базы данных;

деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг) включает: сбор, сверку, корректировку информации по операциям с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним, а также зачеты по поставкам ценных бумаг и расчеты по ним. Клиринговые организации осуществляют расчеты по ценным бумагам, обязаны формировать специальные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами. Минимальный размер специальных фондов устанавливается ФКЦБ РФ по согласованию с ЦБР;

деятельность по организации торговли ценными бумагами включает предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между профессиональными участниками фондового рынка. Данным видом деятельности занимаются фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж.

Основные направления регулирования первичного рынка ценных бумаг следующие:

государственная регистрация выпуска ценных бумаг;

законодательное закрепление общих требований к первичному размещению фондовых инструментов;

лицензирование деятельности инвестиционных институтов (фондов, компаний, коммерческих банков);

аттестация специалистов на право ведения операций с ценными бумагами.

Важнейшими принципами регулирования вторичного рынка ценных бумаг являются:

сделки по купле-продаже ценных бумаг признаются состоявшимися, если эти бумаги оформлены в соответствии с правилами, установленными действующим законодательством;

участники фондового рынка обязаны предоставлять инвесторам объективную информацию о ценных бумагах: их доходности, сроках получения доходов по ним и механизме налогообложения по ценным бумагам и т. д.;

государственным служащим, сотрудникам финансовых компаний и банков, имеющим отношение к ценным бумагам, запрещено разглашать конфиденциальную информацию по ценным бумагам либо использовать ее в целях личного инвестирования;

каждая сторона (продавец и покупатель), участвуя в сделке с ценными бумагами, обязана уплачивать гербовый сбор, размер которого устанавливается законодательством РФ;

налогообложение операций с ценными бумагами осуществляется в соответствии с Налоговым Кодексом РФ;

инвестор вправе самостоятельно работать на фондовом рынке. Однако в связи со сложностью операций с ценными бумагами рациональнее обратиться к услугам профессиональных участников фондового рынка.

Субъектами регулирования рынка ценных бумаг в РФ являются:

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и ее региональные отделения;

Министерство финансов РФ;

Центральный банк России;

Государственный антимонопольный Комитет;

Министерство по налогам и сборам.

ФКЦБ РФ является органом исполнительной власти в области фондового рынка по контролю за деятельностью его профессиональных участников. Она определяет порядок их деятельности и устанавливает стандарты эмиссии ценных бумаг. Руководитель ФКЦБ является по должности федеральным министром. ФКЦБ осуществляет разработку основных направлений развития фондового рынка и координирует деятельность федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования данного рынка. Круг деятельности ФКЦБ достаточно широк и определяется федеральным законодательством.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг является добровольное объединение финансовых посредников. Саморегулируемая организация функционирует на некоммерческой основе. Она учреждается профессиональными участниками фондового рынка для обеспечения благоприятных условий их деятельности на этом рынке.

Все доходы саморегулируемой организации используются для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов. Исходя из требований федерального законодательства по проведению операций на рынке ценных бумаг саморегулируемая организация устанавливает для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на этом рынке, стандарты проведения операций с ценными бумагами и контроль за их соблюдением. ФКЦБ вправе отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации и аннулировать выданную ей ранее лицензию с обязательным опубликованием сообщения об этом в средствах массовой информации.

**Список литература**

1. Банковское дело: Учебник/ Под ред. В.И. Колесникова и Л.П. Кроливецкой. М.: Финансы и статистика, 2008.

2. Банковское дело: Учебник/ Под ред. О.И. Лаврушина. М.: Финансы и статистика, 2007.

3. Биржевая деятельность: Учебник/ Под ред. А.Г. Грязновой и др. М.: Финансы и статистика, 2005.

4. Белов В.А. Ценные бумаги: вопросы правовой регламентации: Учеб. пособие. М.: МГУ, 2003.

5. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. М.: Экономическая школа, 2007.

6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.

7. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. Киев: «Ника-Центр», «Эль-га», 20