

Глава 13

инвесторы. инвестирование в ценные бумаги

Инвестор – это юридическое или физическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск. Таким образом, инвестирование на фондовом рынке – это приобретение различных финансовых инструментов. Инвестиционная деятельность не является (с юридической точки зрения) профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг; на ее осуществление не нужно получать никакой лицензии. Однако было бы неверным думать, что эта деятельность вообще не регулируется государством. Напротив, для определенных категорий лиц жестко устанавливаются требования по составу и размерам инвестиций в ценные бумаги. Это относится к банкам, профессиональным участникам рынка ценных бумаг, к институциональным инвесторам, то есть к тем лицам, которых можно объединить одним термином "финансовые посредники".

Институциональные инвесторы – это организации, у которых свободные денежные средства для инвестирования в ценные бумаги образуются в силу характера их деятельности. К ним можно отнести все виды инвестиционных фондов, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, инвестиции, осуществляемые отделами доверительных операций банков. Определение этих инвесторов как "институциональных" отделяет их от индивидуальных инвесторов (юридических и физических лиц), владеющих портфелями ценных бумаг, все доходы от которых принадлежат им самим. Значение институциональных инвесторов за последние несколько десятилетий многократно возросло. Так, на американском рынке эти организации владеют более чем половиной акционерного капитала, выпущенного в обращение американскими корпорациями¹.

¹ См.: Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции. М., 1997. С. 11.

Индивидуальные инвесторы – это физические лица, являющиеся "чистыми" поставщиками капитала. Несмотря на то, что частные лица не заключают крупных сделок с ценными бумагами, благодаря численности населения этот сегмент рынка может иметь существенное значение. Например, на американском рынке акций от населения поступает больше приказов на покупку акций, чем от всех других групп инвесторов, вместе взятых¹.

Предприятия (юридические лица) являются в основном потребителями капитала, но также осуществляют инвестирование временно свободных средств на финансовых рынках.

Государство, как правило, является "чистым" потребителем капитала, выпуская государственные ценные бумаги. Однако в настоящее время в России сложилась такая ситуация, что государство является одним из крупнейших инвесторов, поскольку в результате приватизации стало держателем значительных пакетов акций крупных и крупнейших российских предприятий. При этом насущной проблемой является эффективное осуществление прав государства как инвестора.

Все инвесторы, формируя свой инвестиционный портфель, преследуют достижение ряда целей. Эти цели инвестирования следующие:

- *надежность вложений*, то есть неувязимость инвестиций от потрясений на финансовом рынке и стабильность получения дохода;
- *доходность вложений*, то есть получение текущего дохода на вложенный капитал;
- *рост вложений*, то есть увеличение вложенных средств за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг;
- *ликвидность вложений*, то есть возможность быстро и без потерь превратить их в деньги.

Кроме этих стандартных целей у инвестора могут быть и **специфические цели инвестирования**, например, обеспечение доступа к каким-либо видам ресурсов, достижение полного контроля над предприятием и т.д.

Ни одна из ценных бумаг не может в равной степени отвечать требованиям инвестора к надежности, доходности, росту вложения, ликвидности, следовательно, необходимо найти компромисс между

¹ См.: Базовый курс по рынку ценных бумаг. М., 1997. С. 4-12.

ними. Этот компромисс достигается *диверсификацией*, то есть распределением инвестиционного капитала между разными ценными бумагами.

Инвестор создает *сбалансированный портфель ценных бумаг*, то есть такое их сочетание, которое соответствует представлению инвестора об оптимальном сочетании инвестиционных характеристик ценных бумаг.

По степени риска выделяют типы портфелей ценных бумаг от низкорискованного – *консервативного*, нацеленного в первую очередь на надежность вложений, до высокорискованного – *агрессивного*, нацеленного на высокую доходность в ущерб надежности.

Независимо от типа портфеля необходимо осуществить выбор ценных бумаг. Существует два профессиональных подхода к выбору ценных бумаг: *фундаментальный и технический анализ*.

Выбор ценных бумаг для инвестирования – это только один из этапов *управления портфелем*. В управлении портфелем можно выделить следующие этапы:

- выбор инвестиционной политики;
- анализ рынка ценных бумаг;
- формирование портфеля ценных бумаг;
- мониторинг и пересмотр портфеля ценных бумаг;
- оценка эффективности портфеля ценных бумаг.

Выделяют два способа управления портфелем ценных бумаг: активное и пассивное управление.

Для *активного управления* держание любого портфеля – это временное дело. Активное управление характеризуется выбором и приобретением наиболее эффективных ценных бумаг и максимально быстрым избавлением от низкодоходных активов. Менеджер портфеля должен более точно, чем финансовый рынок, спрогнозировать размер возможных доходов от инвестированных средств, то есть опережать события, а также суметь претворить в реальность то, что подсказывает анализ.

Пассивное управление основывается на предпосылке, что сам рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени. Пассивное управление заключается в приобретении ценных бумаг на длительный срок. Инвестор выбирает в качестве цели некоторый показатель и формирует портфель, изме

нение доходности которого соответствует динамике данного показателя. Пассивное управление (которое обычно называют индексированием, так как выбранный в качестве цели показатель чаще всего представляет собой широко диверсифицированный рыночный индекс, а сами пассивные портфели – индексными фондами) – относительно новое направление в инвестиционном бизнесе, которое начало развиваться примерно с 60-х гг. XX в. На сегодняшний день пассивно управляемые портфели превратились в один из наиболее быстрорастущих инвестиционных продуктов, предлагаемых инвестиционными фондами (например, взаимными фондами США).

Учебные цели

1. Рассмотреть понятие, сущность и цели инвестиций в ценные бумаги.
2. Дать классификацию и характеристику инвесторов различного типа.
3. Дать определение портфеля ценных бумаг. Рассмотреть типы инвестиционных портфелей.
4. Рассмотреть этапы управления инвестиционным портфелем.
5. Дать сравнительную характеристику активного и пассивного управления портфелем ценных бумаг.
6. Рассмотреть основные методы управления рисками портфеля ценных бумаг.

Основные термины и понятия

Каждому из приведенных ниже терминов и понятий, отмеченных цифрами, найдите соответствующее положение, обозначенное буквой

1	Инвестор на рынке ценных бумаг	А	совокупность ценных бумаг, принадлежащих данному инвестору
2	Институциональные инвесторы	Б	портфель, состоящий из рискованных ценных бумаг и нацеленный в первую очередь на обеспечение высокой доходности вложений

Продолжение табл.

3	Портфель ценных бумаг	В	управление портфелем ценных бумаг, основанное на создании хорошо диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и продолжительном удерживании его в неизменном состоянии
4	Сбалансированный портфель ценных бумаг	Г	управление портфелем ценных бумаг, основанное на постоянной ротации ценных бумаг, составляющих портфель
5	Управление портфелем ценных бумаг	Д	распределение инвестируемых денежных средств между различными финансовыми инструментами, непосредственно не связанными между собой, в целях снижения несистематического риска
6	Управление рисками	Е	определение цели инвестора и объема инвестируемых средств; политика вложений, основанная на стремлении инвестора достигнуть конкретную цель с точки зрения обеспечения надежности, доходности, ликвидности, роста капитала, специфических целей
7	Агрессивный портфель ценных бумаг	Ж	портфель, состоящий из ценных бумаг высокого инвестиционного качества и нацеленный в первую очередь на обеспечение надежности вложений
8	Консервативный портфель ценных бумаг	З	юридическое или физическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет, на свой страх и риск
9	Пассивное управление портфелем ценных бумаг	И	совокупность ценных бумаг, принадлежащих инвестору, отвечающая представлению инвестора об оптимальном соотношении надежности, доходности, роста капитала и ликвидности

Продолжение табл.

10	Активное управление портфелем ценных бумаг	К	управление оборотом средств лица на основе оценки рисков, связанных с политикой бизнеса, инвестиций, внешней средой, конкретными хозяйственными операциями, видами привлеченных ресурсов
11	Диверсификация портфеля ценных бумаг	Л	действия с совокупностью ценных бумаг, принадлежащих инвестору, в целях сохранения стоимости и получения дохода, независимого от уровня инфляции
12	Инвестиционная политика	М	инвесторы, у которых свободные денежные средства для инвестирования в ценные бумаги образуются в силу характера их деятельности

Т е с т ы

А. Укажите все правильные ответы

1. В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ АКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО СРАВНЕНИЮ С ПАССИВНЫМ УПРАВЛЕНИЕ ИСПОЛЬЗУЕТСЯ

- ★ значительно реже
- ✱ примерно одинаково
- ✱ значительно чаще

2. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМИ ИНВЕСТОРАМИ ЯВЛЯЮТСЯ

- ★ инвестиционные фонды
- ✱ негосударственные пенсионные фонды
- ✱ страховые организации
- ✱ Центральный банк
- ⌘ дилеры на рынке ценных бумаг

3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ЛИЦЕНЗИРОВАНИЮ

- ★ подлежит
- ✱ не подлежит

4. "СТАВКА БЕЗ РИСКА" – ЭТО СТАВКА

- ★ по депозитам в коммерческих банках
- ★ рефинансирования Центрального банка
- ✱ доходности по краткосрочным обязательствам государства
- ✱ ломбардного кредита
- ⊕ доходности по облигациям самых надежных частных эмитентов

5. ПРИ УПРАВЛЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ МИНИМАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ НАКЛАДНЫХ РАСХОДОВ ОБЕСПЕЧИВАЕТ УПРАВЛЕНИЕ

- ★ активное
- ★ пассивное

6. В СРЕДНЕМ БОЛЕЕ НИЗКИЙ УРОВЕНЬ НЕСИСТЕМАТИЧЕСКОГО РИСКА ХАРАКТЕРЕН ДЛЯ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ

- ★ активного
- ★ пассивного

7. К ЦЕННЫМ БУМАГАМ РОСТА ОТНОСЯТСЯ

- ★ государственные краткосрочные обязательства
- ★ простые акции новых компаний, действующих в передовых отраслях экономики
- ✱ привилегированные акции крупных, хорошо известных компаний, "кроличьи" облигации
- ✱ депозитные и сберегательные сертификаты банков

8. СБАЛАНСИРОВАННЫЙ ПОРТФЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ – ЭТО ПОРТФЕЛЬ,

- ★ обеспечивающий в равной степени безопасность, доходность, рост капитала и ликвидность
- ★ соответствующий представлению инвестора об оптимальном сочетании безопасности, доходности, роста капитала и ликвидности
- ✱ составленный как из акций, так и из государственных и частных облигаций
- ✱ в котором в разные активы вложены одинаковые суммы

Б. Вставьте пропущенные слова или числа

1. 17 августа 1999 г. правительством Российской Федерации были заморожены операции с некоторыми видами государственных ценных бумаг, в результате чего "рухнул" весь рынок ценных бумаг. Данная ситуация – пример реализации ... риска.

2. Акционерное общество X разместило на рынке большее количество акций, чем это было заявлено в проспекте эмиссии, в результате чего акционеры стали собственниками "дутых" ценных бумаг. В данной ситуации можно говорить о том, что реализовался риск
3. После финансового кризиса 17 августа 1999 г. Сберегательный банк РФ, являющийся одним из основных операторов на рынке облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ), прекратил операции по покупке этих облигаций; цены покупки этих бумаг у других участников рынка значительно упали. В этом случае для инвестора – владельца ОГСЗ реализовался риск
4. Акционерное общество Y разместило на рынке купонные облигации со сроком обращения 5 лет и ставкой купона 20%. Через 3 года в результате стабилизации экономической ситуации в стране рыночная ставка процента сложилась на уровне 10%. В данном случае для эмитента реализовался ... риск.
5. В 1997 г. были приняты изменения в налоговом законодательстве России. В частности, был введен налог на доходы, полученные по государственным ценным бумагам. В этом случае реализовался риск

В. Установите соответствия

1. Установите соответствие рисков

1	Страновой риск	А	вероятность обесценения вложений в ценные бумаги и доходов от них в результате инфляции
2	Риск законодательных изменений	Б	вероятность возникновения потерь при вложении в ценные бумаги в результате изменения уровня процентных ставок на рынке
3	Инфляционный риск	В	вероятность наступления потерь для инвестора из-за отзыва отзывных облигаций эмитентом в результате неблагоприятного изменения процентных ставок на рынке
4	Валютный риск	Г	вероятность возникновения потерь при инвестировании в ценные бумаги в результате всех видов операционных ошибок

Продолжение табл.

5	Отраслевой риск	Д	вероятность потерь, возникающих в результате падения рынка ценных бумаг в целом
6	Региональный риск	Е	вероятность наступления потерь из-за неправильного выбора ценных бумаг при формировании инвестиционного портфеля
7	Кредитный (деловой) риск	Ж	вероятность возникновения потерь из-за невыполнения контрагентом по сделке своих обязательств по своевременной поставке ценных бумаг
8	Риск ликвидности	З	вероятность возникновения потерь при вложении средств в ценные бумаги, эмитированные в каком-либо регионе
9	Процентный риск	И	вероятность потерь, возникающих в результате вложения средств в ценные бумаги конкретного государства
10	Риск мошенничества	К	вероятность возникновения потерь в результате существенного ухудшения качества инвестиционного портфеля
11	Капитальный риск	Л	вероятность того, что эмитент, выпустивший долговые обязательства, не сможет погасить их и/или выплатить по обязательствам проценты
12	Селективный риск	М	вероятность возникновения потерь при вложении средств в ценные бумаги определенных отраслей в результате подверженности отраслей колебаниям экономического цикла и в зависимости от стадии жизненного цикла отрасли

Продолжение табл.

13	Временной риск	Н	вероятность возникновения потерь при вложениях в ценные бумаги эмитентов, преследующих цели незаконного обогащения, спекулятивных операций
14	Отзывной риск	О	вероятность потерь при вложении в ценные бумаги в результате изменения оценки инвестиционного качества данной ценной бумаги
15	Риск поставки	П	агрегированное понятие, объединяющее все виды рисков, связанных с конкретной ценной бумагой
16	Операционный риск	Р	вероятность потерь, наступающих из-за неправильного выбора времени покупки, продажи или эмиссии ценных бумаг
17	Риск урегулирования расчетов	С	вероятность наступления потерь при инвестировании в ценные бумаги из-за недостатков в клиринговой системе
18	Систематический риск	Т	вероятность возникновения потерь при вложении средств в ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, из-за неблагоприятного изменения курса валют
19	Несистематический риск	У	вероятность потерь от вложений в ценные бумаги, возникающих в результате появления новых или изменения существующих законодательных норм

2. Установите соответствие доходностей

1	$r = \frac{c}{P_{пок.}} \times 100\%$	А	Среднегодовая доходность, или доходность в пересчете на год
---	---------------------------------------	---	---

Продолжение табл.

2	$r = \frac{P_{\text{прод.}} - P_{\text{пок.}}}{P_{\text{пок.}}} \times 100\%$	Б	Доходность к погашению
3	$r = \frac{F - P_{\text{пок.}}}{P_{\text{пок.}}} \times 100\%$	В	Доходность за период владения ценной бумагой
4	$r = \frac{c}{F} \times 100\%$	Г	Ставка купона по облигации
5	$r = \frac{P_{\text{прод.}} - P_{\text{пок.}}}{P_{\text{пок.}}} \times \frac{365}{t} \times 100\%$	Д	Текущая доходность

где r — доходность, %;
 c — купон, руб.;
 $P_{\text{пок.}}$ — цена покупки ценной бумаги, руб.;
 $P_{\text{прод.}}$ — цена продажи ценной бумаги, руб.;
 F — номинал ценной бумаги, руб.;
 t — период владения ценной бумагой, дней.

Верно/Неверно

Определите: верны (В) или неверны (Н) следующие утверждения

1. Сбалансированный портфель ценных бумаг всегда обеспечивает в равной степени и доходность, и надежность инвестиций.
2. Доходность по бескупонным облигациям равна ставке дисконта.
3. Активное управление портфелем является более эффективным с точки зрения достижения высокой доходности.
4. Диверсификация вложений ведет к снижению систематического риска.
5. Снижение риска портфеля обеспечивается такими методами, как диверсификация, лимитирование, хеджирование.
6. Чем больше падает цена облигации, тем выше доходность по ней.
7. Портфель, составленный из одних облигаций, не может обеспечить высокую доходность вложений.

8. Существуют безрисковые активы, такие как "твердая" валюта или краткосрочные обязательства государства, например казначейские векселя США.
9. Рыночный риск – это то же самое, что и систематический риск.
10. При инвестировании на фондовом рынке риск можно минимизировать, но никогда – свести к нулю.

Упражнения и задачи

1. Проанализируйте преимущества и недостатки активного и пассивного управления портфелем ценных бумаг. Заполните таблицу 13.1.

Таблица 13.1

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ АКТИВНОГО И ПАССИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

Активное управление	
Преимущества	Недостатки
Пассивное управление	
Преимущества	Недостатки

2. Чем отличается портфель консервативного министра от портфеля консервативного инвестора?
3. Дайте классификацию финансовых рисков, связанных с ценными бумагами. Заполните таблицу 13.2. Приведите ваш пример реализации каждого вида риска. К какой группе относится систематический и несистематический риск? Почему?

Таблица 13.2

**КЛАССИФИКАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ,
СВЯЗАННЫХ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ**

Макроэкономические, отраслевые и региональные риски	Риски предприятия	Риски управления портфелем и технические риски

4. Номинал акции равен 500 руб. Объявленный размер дивиденда на одну акцию составляет 70 руб. Средняя рыночная ставка процента равна 18%. *Определите курсовую стоимость акции.*

5. *Установите правильную последовательность этапов управления инвестиционным портфелем:*

- ★ мониторинг, т.е. постоянное изучение и анализ факторов, которые могут вызвать изменения в инвестиционном портфеле, пересмотр портфеля;
- ★ оценка эффективности портфеля ценных бумаг;
- ★ выбор инвестиционной политики;
- ★ формирование портфеля ценных бумаг;
- ⊕ анализ рынка ценных бумаг, определение уровня дохода по разным ценным бумагам.

Охарактеризуйте каждый этап управления инвестиционным портфелем.

6. Облигация с номиналом 1 000 руб. выпущена в обращение со сроком погашения через 3 года. Купон в размере 20% выплачивается 2 раза в год. Рыночная процентная ставка равна 25%. Облигация размещается на первичном рынке с дисконтом 5%. *Оцените целесообразность приобретения облигации.*

7. Бескупонная облигация со сроком обращения 3 месяца продается на рынке по цене 80% от номинала. *Что выгоднее: купить облигацию или положить деньги на депозит в банке при условии, что ставка по депозитам равна 80%?*

8. *Что обозначает выражение "не кладите яйца в одну корзину"? Существует ли оптимальное количество "корзин" для инвестирования? От чего оно зависит?*

9. Дайте типологию инвестиционных портфелей. Сформируйте консервативный и агрессивный портфели ценных бумаг. Охарактеризуйте методы управления рисками портфеля.

Проблемы

1. На российском финансовом рынке остро стоит проблема защиты прав инвесторов и акционеров. В чем конкретно проявляется данная проблема для различных групп инвесторов: институциональных, корпоративных, индивидуальных (физических лиц)? Какие меры борьбы за осуществление своих прав могут и должны применять эти группы инвесторов? Какие меры по защите прав инвесторов должно осуществлять государство?

2. В результате экономических реформ, массовой приватизации государственного имущества государство в Российской Федерации является одним из крупнейших инвесторов на фондовом рынке, поскольку за ним закреплено большое количество значительных пакетов акций крупных и крупнейших предприятий России. Можно ли сказать, что государство полностью осуществляет свои права инвестора? Почему? Какую роль в российской экономике играет тот факт, что государство является крупнейшим инвестором? Каковы пути использования сложившейся ситуации для выхода экономики из кризиса?

3. Джордж Сорос, известный игрок на финансовых рынках, отверг один из постулатов инвестирования: "Рынок всегда прав – котировки всегда сами предрекут, что будет в будущем". Сорос придумал теорию рефлексивности и предложил новую формулу: "Рынок не прав – изменение котировок вызывает дальнейшее изменение котировок". Обсудите две приведенные точки зрения. Что рационального есть в каждой из них? Какие доводы против можно привести? А какой логике будете следовать вы при инвестировании на финансовых рынках?

4. Охарактеризуйте современное состояние российского финансового рынка с точки зрения инвестора. Как вы оцениваете систематический риск и тенденции его изменения на краткосрочную и среднесрочную перспективы? Какие факторы повышают и понижают этот риск? Что можно сказать о несистематическом риске на российском рынке?

Темы докладов и рефератов

1. Цели инвестирования и характеристика инвестиционных портфелей разных типов.
2. Активное и пассивное управление портфелем ценных бумаг: стратегия и тактика.
3. Отдел ценных бумаг предприятия и его работа на фондовом рынке.
4. Модели выбора оптимального портфеля ценных бумаг.
5. Инвестиционная деятельность российских коммерческих банков на рынке ценных бумаг.
6. Оценка эффективности управления портфелем ценных бумаг.
7. САРМ и другие модели оценки финансовых активов.
8. Моделирование и инвестиционный анализ на рынке ценных бумаг.

Литература

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. Гл. 12.
Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. М., 1996.
Рынок ценных бумаг / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М., 1996. Гл. 23.
Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика: Учебник. М., 1997.
Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. М., 1998.

Ответы

Основные термины и понятия

1-З. 2-М. 3-А. 4-И. 5-Л. 6-К. 7-Б. 8-Ж. 9-В. 10-Г. 11-Д. 12-Е

Тесты

А. 1-З. 2-1, 2, 3. 3-2. 4-З. 5-2. 6-2. 7-2. 8-2

Б. 1-Систематического. 2-Мошенничества. 3-Ликвидности. 4-Процентный. 5-Законодательных изменений

В. 1. 1И, 2У, 3А, 4Т, 5М, 6З, 7Л, 8О, 9Б, 10Н, 11К, 12Е, 13Р, 14В, 15Ж, 16Г, 17С, 18Д, 19П. 2. 1Д, 2В, 3Б, 4Г, 5А

Верно/Неверно

1-Н. 2-Н. 3-Н. 4-Н. 5-В. 6-В. 7-Н. 8-Н. 9-В. 10-В

Упражнения и задачи

4. 388,9 руб. 5. 3, 5, 4, 1, 2. 6. Покупка облигации нецелесообразна.

7. Выгоднее купить облигацию