

РЕАЛИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ В СФЕРЕ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

© 2014 Швецов Михаил Николаевич

доктор экономических наук

Марийский государственный университет

424000, г. Йошкар-Ола, пл. Ленина, д. 1

E-mail: nkc.yola@gmail.com

Рассматриваются подходы к формированию инвестиционной политики и ее реализации в сфере портфельных инвестиций. Выделены группы показателей, формируемые с использованием известных финансовых инструментов, учитывающие рискованные ситуации и позволяющие определить тенденции развития предприятий в области инвестиционной политики.

Ключевые слова: инвестиции, инвестиционный подход, инвестиционная политика, финансовые инструменты, тенденции развития.

Осуществляемые предприятиями инвестиции отличаются многообразием видов. В экономической литературе рассматривается систематизация инвестиций по многочисленным классификационным признакам, которые характеризуют общую их совокупность. В создании информации для управления портфельными инвестициями следует выделить их классификационные признаки: 1 - объект вложения капитала; 2 - характер участия в инвестиционном процессе; 3 - воспроизводственная направленность; 4 - степень зависимости от дохода; 5 - отношение к предприятию-инвестору; 6 - период осуществления; 7 - совместимость осуществления; 8 - уровень доходности; 9 - уровень инвестиционного риска; 10 - уровень ликвидности; 11 - формы собственности инвестируемого капитала; 12 - характер использования капитала; 13 - региональные источники привлечения капитала; 14 - региональная направленность инвестируемого капитала; 15 - отрасли и сферы деятельности.

Вложения в ценные бумаги, называемые портфельными инвестициями¹, в теории и на практике часто отождествляют с “инвестиционным портфелем”. “Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с разработанной инвестиционной политикой. Так как на подавляющем большинстве предприятий единственным видом финансовых инструментов инвестирования являются ценные бумаги, для таких предприятий понятие “инвестиционный портфель” отождеств-

ляется с понятием “фондовый портфель” (или “портфель ценных бумаг”)².

Для управления инвестиционным портфелем крупным компаниям требуется взвешенная инвестиционная политика на текущий и долгосрочный периоды, которая в своем формировании требует осуществления комплекса поэтапных работ (см. рисунок).

Каждый из этапов имеет свою специфику, обусловленную отраслевой принадлежностью организации, масштабностью ее деятельности, технологическими и организационными особенностями. Наличие источников финансирования инвестиционной деятельности является одним из основных критериев выбора приоритетов реализации инвестиционной политики. Если такие приоритеты падают на приобретение портфельных инвестиций, то основной целью инвестиционной деятельности в этом плане становится обеспечение наивысшего уровня доходности при заданном уровне риска приобретенных ценных бумаг, включенных в “портфель”.

Если исходить из определения портфеля ценных бумаг (англ. securities portfolio) как совокупности ценных бумаг, находящихся в собственности одного либо нескольких физических и (или) юридических лиц³, то можно сделать вывод, что набор этой совокупности ценных бумаг всегда зависит от цели, которую преследует его владелец при приобретении. Это главный элемент инвестиционной политики, сочетающийся с ее целями.

В ряде организаций для реализации локальных целей и задач развития инвестиционные портфели делят на составляющие их типы - “порт-

вестиционной прибыли на вложенный капитал, соответственно, приближена к среднерыночной;

- *консервативный портфель* формируется по критерию минимизации уровня инвестиционного риска обычно самыми осторожными инвесторами. Такой портфель практически исключает использование финансовых инструментов, уровень инвестиционного риска по которым превышает среднерыночный. Консервативный инвестиционный портфель обеспечивает наиболее высокий уровень безопасности финансового инвестирования.

Исходя из указанных характеристик инвестиционных портфелей формируются различные их варианты, которые используются при реализации политики финансового инвестирования предприятия.

Разные подходы к формированию инвестиционной политики, сопряженные с фактором риска, обязывают при реализации инвестиционной политики использовать соответствующие финансовые инструменты. От последних, в свою очередь, в прямой зависимости находится система показателей бухгалтерской отчетности, отражающая состояние, рост и доходность портфельных инвестиций.

Использование финансовых инструментов, по нашему мнению, предполагает выделение следующих групп показателей:

1 - соотношение долевых и долговых финансовых инструментов инвестирования в портфеле;

2 - доли отдельных видов ценных бумаг (акций, облигаций и т.п.) в составе долевых финансовых инструментов;

3 - доли отдельных видов ценных бумаг в составе долговых финансовых инструментов;

4 - ранжированный по соотношению уровня доходности и риска перечень отобранных для включения в портфель конкретных финансовых инструментов;

5 - статическая характеристика, иллюстрирующая меру сходства (или различий) двух рассматриваемых величин в динамике, амплитуде и направлении изменений (ковариация);

6 - уровень доходности портфеля;

7 - уровень риска портфеля.

По уровню доходности и уровню риска можно дать общую оценку сформированного портфеля. Распространенными способами названных показателей являются следующие⁴:

- *уровень доходности портфеля*, который рассчитывается по формуле

$$УД_{\Pi} = \sum_{i=1}^n УД_i \cdot Y_i,$$

где $УД_{\Pi}$ - уровень доходности инвестиционного портфеля;

$УД_i$ - уровень доходности отдельных финансовых инструментов в портфеле;

Y_i - удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью;

- *уровень риска портфеля*, который рассчитывается по формуле

$$УР_{\Pi} = \sum_{i=1}^n УСР_i \cdot Y_i = УНР_{\Pi},$$

где $УР_{\Pi}$ - уровень риска инвестиционного портфеля;

$УСР_i$ - уровень систематического риска отдельных финансовых инструментов (измеряемый с помощью бета-коэффициента);

Y_i - удельный вес отдельных финансовых инструментов в совокупной стоимости инвестиционного портфеля, выраженный десятичной дробью;

$УНР_{\Pi}$ - уровень несистематического риска портфеля, достигнутый в процессе его диверсификации.

Оценка портфеля, выполненная по приведенным показателям, позволяет определить, насколько удалось снизить уровень портфельного риска по отношению к среднесрочному его уровню, сформированному при заданном уровне доходности инвестиционного портфеля. В условиях функционирования российского фондового рынка эта оценка должна быть дополнена, на наш взгляд, показателем уровня ликвидности сформированного портфеля.

На ликвидность портфельных инвестиций влияет не только экономическая "популярность" организаций нефтегазового комплекса, но и конъюнктура рынка. Рисковые ситуации этого внешнего фактора трудноучитываемы для конкретных организаций.

Представим себе три предприятия различных отраслей (газовая, добыча нефти и переработка нефти), претерпевающие параллельные и сопоставимые по масштабам колебания деятельности за одинаковые по времени периоды цикла. Предприятие I, осуществляющее добычу газа, действует в отрасли со стабильным рынком, предприятие II, занимающееся нефтепереработкой, оперирует на рынке с повышающейся конъюнктурой, а предприятие III, добывающее нефть, - на рынке с понижа-

ющейся конъюнктурой. Влияние рыночных колебаний спроса одинакового масштаба на положение трех предприятий оказывается различным. Уровни A_1 , A_2 и A_3 соответствуют максимальной активности и максимальной выручке, уровни B_1 , B_2 и B_3 - минимальной, что и отражено в табл. 1 (исходная выручка принята за 100 %).

этой классификации с выводами по приведенному примеру может стать информационной основой для менеджеров, занимающихся реализацией инвестиционной политики. Важна эта классификация и для инвестора, старающегося разумно сформировать свой портфель ценных бумаг и эффективно управлять им.

Таблица 1

Влияние рыночных колебаний спроса на положение предприятий

Уровень активности	Тенденция развития		
	Стабильность	Рост	Спад
Максимальный	$A_1 = 120 \%$	$A_2 = 128 \%$	$A_3 = 112 \%$
Минимальный	$B_1 = 80 \%$	$B_2 = 105 \%$	$B_3 = 55 \%$
Амплитуда изменений уровня активности (выручки от реализации)	$A_1 - B_1 = 40 \%$	$A_2 - B_2 = 23 \%$	$A_3 - B_3 = 57 \%$

Данные таблицы показывают, что наименьшее снижение выручки от реализации (23 %) наблюдается у предприятия II, принадлежащего к отрасли на подъеме. Чтобы противостоять общему снижению спроса в экономике в целом, такому предприятию достаточно небольшой коррекции объема своих производственных мощностей:

- задержать запуск инвестиционной программы, рассчитанной на расширение рынков сбыта в долгосрочной перспективе;

- временно воздержаться от расширения штата работников и не заменять увольняющихся и выходящих на пенсию работников новыми и т.д.

Следует учитывать, что данному предприятию придется приспосабливаться не только к циклическому затуханию деловой активности, но и к ее новому возгоранию. Подъем порождает свои трудности. Предприятие II будет испытывать увеличение финансово-эксплуатационных потребностей, придется тщательно контролировать затраты оборотных средств, внимательно следить за дебиторской задолженностью, необходимо будет обеспечивать достаточную рентабельность собственных средств и уровень дивиденда - иначе не удастся сохранить и увеличить достаточный уровень финансирования долгосрочных, а также текущих потребностей предприятия.

У предприятия I наблюдается значительное снижение выручки. Ему придется сокращать неиспользуемые основные средства, увольнять работников, контролировать расходы.

Положение предприятия III является катастрофическим.

В экономической литературе для анализа качества ценных бумаг принята классификация отраслей экономики по трем основным типам: устойчивые, циклические и растущие. Совмещение

Вкладывать средства в ценные бумаги целесообразно, если:

1) чистая прибыль от данного вложения превышает чистую прибыль от помещения средств на банковский депозит;

2) рентабельность инвестиций выше уровня инфляции;

3) рентабельность данного проекта с учетом фактора времени (временной стоимости денег) выше рентабельности альтернативных проектов;

4) рентабельность активов предприятия после осуществления проекта увеличится (или, по крайней мере, не уменьшится) и в любом случае превысит среднюю расчетную ставку по заемным средствам (т.е. дифференциал финансового рычага будет положительным);

5) рассматриваемый проект соответствует генеральной стратегической линии предприятия с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости затрат, наличия финансовых источников покрытия издержек, обеспечения стабильных, но скромных либо, наоборот, концентрированных, но оттянутых во времени поступлений и т.д.

Определение главных для того или иного предприятия критериев субъективно и зависит от преследуемых на данном этапе стратегических целей.

Как известно, одним из ключевых параметров любой финансовой операции является процентная ставка. В ссудо-заемных операциях с позиции инвестора возникает два вида ставок: ставка заимствования, т.е. процентная ставка, под которую можно привлечь финансовые ресурсы, и ставка инвестирования (инвестиционная доходность), т.е. процентная ставка, характеризующая эффективность инвестирования, или отдачу на вложенный капитал.

Для инвестора ставка заимствования дает характеристику относительной величины расходов, связанных с финансированием проекта, а ставка инвестирования - доходность проекта. На практике ставка, по которой можно привлекать ресурсы, и ставка, по которой их можно инвестировать, естественно, не совпадают; в теории анализируются варианты их сочетания. В современных условиях организации используются различные методы принятия решений, оптимизирующие поведение инвестора и в то же время имеющие свои особенности и недостатки (см. табл. 2).

целевой установки, стоящей перед любой компанией, - максимизации благосостояния ее владельцев. Тем не менее на практике данная рекомендация не является доминирующей. В частности, проведенные в США исследования показали, что менеджеры американских компаний предпочитают критерий IRR критерию NPV в соотношении 3:1.

Существуют три предположения, объясняющие данную ситуацию:

- во-первых, применение критерия IRR изначально не предполагает знания значения цены ка-

Таблица 2

Характеристика основных методов принятия решений, оптимизирующих поведение инвестора при оценке и выборе инвестиционных проектов

Методы	Основная характеристика особенностей недостатков методов
1. Пространственная оптимизация	1. Предполагает неизменность денежных потоков по проекту при откладывании его к реализации 2. Может быть использован на ограниченную перспективу: 2 - 3 года
2. Пространственно-временная оптимизация	1. Является типичной задачей линейного программирования 2. Имеет теоретическую значимость, поскольку предполагает много условностей, невыполнимых на практике, например, предпосылка о бесконечной делимости проектов и др.
3. Методы оценки инвестиционных проектов	1. Разделены на две группы: а) основанные на дисконтированных оценках; учитывают фактор времени б) основанные на учетных оценках; не принимают во внимание фактор времени 2. Множественность критериев порождает проблему их выбора и приоритетности их развития

Отметим особенности третьей группы методов, содержащихся в таблице, - методов оценки инвестиционных проектов, которые подразделены на две группы по критериям:

А - основаны на дисконтированных оценках, учитывают фактор времени:

NPV -	чистая приведенная стоимость (Net Present Value);
NTV -	чистая терминальная стоимость (Net Terminal Value);
PI -	индекс рентабельности инвестиции (Profitability Index);
IRR -	внутренняя норма прибыли (Internal Rate of Return);
MIRR -	модифицированная внутренняя норма прибыли (Modified Internal Rate of Return);
DPP -	дисконтированный срок окупаемости инвестиции (Discounted Payback Period).

Б - основаны на учетных оценках, не принимают во внимание фактор времени:

PP -	срок окупаемости инвестиции (Payback Period);
ARR -	учетная норма прибыли (Accounting Rate of Return).

Множественность критериев оценки естественно порождает проблему их выбора и приоритетности использования. Очевидно, что анализируемый проект вовсе не обязательно будет приемлемым с позиции всех критериев одновременно. Считается, что в этом случае следует ориентироваться на критерий NPV.

Рекомендация о предпочтительности NPV высказывается в основном учеными, которые, формулируя такое мнение, исходят из основной

питала, хотя на заключительном этапе, т.е. этапе отбора того или иного проекта, такая информация необходима. Эта ситуация, кажущаяся на первый взгляд неопределенной, имеет и свои неоспоримые преимущества: а) цена капитала источника финансирования может меняться с течением времени

или с появлением некоторых дополнительных обстоятельств; б) возможно подключение нефор-

мальных критериев. Безусловно, можно рассчитать NPV для разных значений цены капитала, но такие расчеты нередко представляются излишними и бесцельными ввиду отсутствия более или менее достоверной информации о цене капитала альтернативных источников финансирования;

- во-вторых, среди практиков весьма распространено мнение, что решения в области инвестиций легче принимать, основываясь на относительных, а не абсолютных оценках;

- в-третьих, практики полагают, что критерий IRR дает возможность получить довольно быструю оценку степени рисковости того или иного проекта.

На практике в большинстве зарубежных компаний рассчитываются несколько критериев, при этом их значения используются в качестве лишь одного из формализованных аргументов при принятии решений в отношении инвестиционных проектов. Для применения зарубежного опыта в управлении инвестиционной деятельностью российских организаций требуется, по нашему мнению, развитый методический инструментарий анализа инвестиционных решений, сравнения вариан-

тов выбора инвестиционных проектов. Безусловно, определенный опыт в области инвестиционного анализа в России уже накоплен, однако для инвестиционного анализа портфельных инвестиций требуется более глубокое его изучение.

¹ Финансово-кредитный энциклопедический словарь / колл. авт.; под общ. ред. А.Г. Грязновой. М., 2002. С. 355.

² Бланк И.А. Управление активами. Киев, 2000. С. 476.

³ Финансово-кредитный энциклопедический словарь. С. 755.

⁴ Бланк И.А. Указ. соч.

Поступила в редакцию 05.01.2014 г.