

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ОРЕНБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ОБУЧАЮЩИХСЯ  
ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ**

**М2. В. 03 Управление портфелем финансовых активов**

**Направление подготовки – 38.04.08 «Финансы и кредит»**

**Профиль подготовки «Инвестиционный менеджмент»**

**Квалификация выпускника - магистр**

**Форма обучения - заочная**

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>1</b>	<b>Конспект лекций</b>
1.1	Институциональное регулирование инвестиционной деятельности корпораций
1.2	Методы оценки стоимости и доходности акций
1.3	Теория формирования портфеля финансовых активов
1.4	Стратегическое управление инвестиционным портфелем
<b>2</b>	<b>Методические указания по проведению практических занятий</b>
2.1	Практическое занятие 1 (ПЗ-1) Институциональное регулирование инвестиционной деятельности корпораций
2.2	Практическое занятие 2 (ПЗ-2) Методы оценки стоимости и доходности акций
2.3	Практическое занятие 3 (ПЗ-3) Теория формирования портфеля финансовых активов
2.4	Практическое занятие 4 (ПЗ-4) Стратегическое управление инвестиционным портфелем

## 1. КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

### 1. 1 Лекция № 1 (2 часа).

Тема: Институциональное регулирование инвестиционной деятельности корпораций

#### 1.1.1 Вопросы лекции:

1. Инвестиционная среда и инвестиционный климат
2. Роль государства в активизации инвестиционной деятельности
3. Инвестиционная среда в РФ

#### 1.1.2 Краткое содержание вопросов:

1. Инвестиционная среда и инвестиционный климат

**Инвестиционная среда страны (региона)** - сложившийся комплекс политических, экономических, институциональных, социальных и других условий, характерных для конкретной территории в определенное время, которые формируют возможности и привлекательность осуществления инвестиционной деятельности.

**Инвестиционный климат** - степень благоприятности для потенциальных инвестиций в данный момент времени на рассматриваемой территории (например, в стране).

Инвестиционный климат фиксируется по ряду факторов, характеризующих для разных инвесторов привлекательность инвестирования в соотношении риска и доходности. Часто акцентируется внимание на инвестиционном климате с позиции внешних (иностраннных) прямых инвестиций,» что связано с недостаточностью внутреннего капитала и предпринимательского опыта, а также специфических знаний для реализации быстрого роста отечественных компаний.

Ключевыми факторами, формирующими инвестиционный климат страны, являются:

- макроэкономическая сбалансированность (бюджет, монетарная и фискальная политика), ожидаемая инфляция и меры по ее регулированию (таргетированию);
- наличие природных ресурсов и доступ к ним, сила естественных монополий;
- уровень развития, равномерность распределения по территории и доступность объектов инфраструктуры (уровень обеспеченности транспортными артериями (автодорогами, железными дорогами, авиалиниями), электроэнергией, средствами коммуникаций и другими необходимыми каналами связи);
- качество и территориальное распределение рабочей силы;
- административные, информационные и другие барьеры входа на рынок, уровень конкуренции;
- политическая стабильность и социальная защищенность населения, приемлемые законодательные нормы, вероятность возникновения форс-мажорных обстоятельств;
- качество государственного управления, наличие лоббизма, уровень либерализации, правоприменения, уровень преступности и коррупции;
- налоговое бремя и устойчивость, понятность для инвесторов налогового законодательства;
- качество финансового рынка, его институтов, доступность кредитования;
- конвертируемость валюты и ее сила (инфляционная стабильность валюты, например, относительно корзины ведущих валют мира);
- открытость экономики (в области торговли, движения капиталов, рабочей силы).

Фондовый рынок выполняет важную экономическую функцию, а именно передачу ресурсов от экономических агентов, которые имеют излишек активов (например, капитал), участникам рынка, нуждающимся в средствах. Другими словами, происходит перемещение финансовых ресурсов от тех, кто не имеет возможности их эффективно использовать, к тем, кто может это осуществить. Одним из показателей развития фондового рынка является «емкость рынка», или суммарная капитализация всех компаний

страны. По данным на апрель 2009 г.1, общая капитализация компаний на фондовом рынке РТС составляла приблизительно 0,45 трлн. долл. Для сравнения: общемировой рынок акций оценивался в тот же период в 303,99 трлн. долл. Фондовый рынок США - 10,31 трлн. долл.

Две основные движущие силы финансового рынка - это поток новостей и цена транзакции для инвесторов.

**Транзакционные (операционные) издержки на финансовом рынке** - затраты времени и средств на выполнение финансовых операций.

Для каждого отдельного инвестора транзакционные издержки различны, при этом уровень издержек по рынку приблизительно одинаковый. Определенный инвестор имеет возможность снизить транзакционные издержки путем обращения к услугам финансовых посредников, которые могут существенно уменьшить затраты на проведение сделок. Благодаря большим размерам они обладают преимуществом экономии от масштаба (уменьшения операционных издержек на каждую денежную единицу сделки по мере увеличения объемов последней).

Косвенными показателями инвестиционной привлекательности страны часто выступают:

1) *рейтинги благоприятствования* (например, журнал Forbes ежегодно составляет рейтинг дружелюбия стран по отношению к иностранным инвесторам, в котором учитываются такие факторы, как налоговый режим, вмешательство государства в экономику и регулирование цен, конкурентность рынка, наличие ограничений для иностранцев, уровень коррупции и личные свободы),

2) *опросы международных исследовательских организаций*: Kudos Research Ltd (London), APCO Insight (например, опрос элит: 900 представителей - высокопоставленные чиновники, влиятельные политологи, аналитики независимых организаций, журналисты, представители институциональных инвесторов);

3) *объемы привлекаемых на рынок прямых иностранных инвестиций (ПИИ)* и рэнкинги привлекательности для ПИИ. Например, Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНСТАД) с определенной периодичностью проводит опросы транснациональных компаний относительно привлекательности рынков для ПИИ. Учитываются прогнозы темпов роста ВВП, масштаб рынка, квалификация рабочей силы и ее стоимость, инфраструктура, протекционизм государства и ограничения при покупке активов на национальном рынке. По оценке на 2011 г., которая составлена на основе опроса 241 корпорации, первые пять мест распределились следующим образом: Китай, США, Индия, Бразилия и Россия;

4) *рейтинги кредитоспособности страны*. Суверенный рейтинг (или страновой кредитный рейтинг) — первый сигнал иностранным институциональным инвесторам о целесообразности и допустимости инвестирования в данную страну. Российской Федерации впервые был присвоен рейтинг инвестиционного уровня в 2004 г.

Инвесторы принимают во внимание следующие показатели, которые оценивают известные мировые организации для характеристики инвестиционной среды национальных экономик:

- индекс ограничений на прямые иностранные инвестиции, составляемый Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР);
- индекс эффективности государственного управления Всемирного банка (WB WGI);
- индекс восприятия коррупции (transparensy international's CPI);
- индекс экономической свободы (heritage foundation's IEF);
- индекс страновых рисков (political risk services group's ICRG);
- отраслевые индексы ограничений на инвестиции.

Обзоры инвестиционного климата (investment climate surveys) ежегодно готовит Всемирный банк. В анализ включены 53 страны. Цель обзора — выявить действующие на рассматриваемой территории факторы, создающие возможности и желания фирм инвестировать, расширять деятельность, создавать рабочие места. Благоприятный

инвестиционный климат способствует инвестициям через рост выгод за счет снижения «нерыночных издержек», рисков, барьеров конкуренции.

По оценкам Всемирного банка, снижение барьеров входа на рынок обеспечивает порядка 30% роста производительности труда. Рост предсказуемости политической конъюнктуры на развивающихся рынках увеличивает вероятность новых инвестиций более чем на 35%. Конкурентная среда в два раза больше мотивирует фирмы к инновациям, чем монопольные или квазирыночные условия хозяйствования.

## 2. Роль государства в активизации инвестиционной деятельности

Государство традиционно регулирует инвестиционные процессы в экономике. Инвестиционная политика государства непосредственно влияет на развитие частных и публичных (государственных и муниципальных) инвестиций в стране, именно она формирует инвестиционный климат. Государственное управление инвестиционной сферой предполагает «принудительное» регулирование движения капитала на рынке исходя из государственных интересов путем соединения интересов общества, понимаемых прежде всего как сохранение и наращение его благополучия, с интересами предпринимательской деятельности.

При этом применяются различные инструменты. Инвестиционная политика разных стран может делать акценты на те или иные инструменты.

1. *Создание благоприятных условий для инвестиций.* Это так называемая политика вытянутой руки. К инструментам такой политики относятся:

- налоговые льготы, включая освобождение по инвестируемому оборудованию от таможенных пошлин, инвестиционные налоговые кредиты, регулирование учетной и налоговой политики (например, по амортизации — возможности формирования налогового амортизационного щита), устранение двойного налогообложения в межстрановых соглашениях;
- льготные условия пользования землей и другими полезными природными ресурсами;
- защита инвесторов, антимонопольное регулирование экономики;
- развитие информационной, транспортной инфраструктуры;
- разработка и утверждение стандартов, норм, регламентов в области инвестиционной деятельности и создания активов<sup>3</sup>;
- создание правовой базы привлечения финансирования под инвестиционную деятельность;
- контроль за соблюдением правил игры на рынке.

Перечисленные инструменты инвестиционной политики государства можно объединить в три большие группы: макроэкономическую, микроэкономическую и институциональную. К макроэкономической группе относят инструменты, определяющие общеэкономический климат инвестиций (влияющие на процентную ставку, темпы роста экономики и внешнеторговый режим). К микроэкономической группе относятся меры, воздействующие на отдельные составляющие инвестиций или отдельные отрасли: налоговые ставки на прибыль, на добычу природных ресурсов, социальная нагрузка на заработную плату и другие выплаты; правила амортизации; гарантии, льготные кредиты. К институциональной группе относятся инструменты, позволяющие достичь координации инвестиционных программ частных инвесторов и других участников рынка. Сюда относятся создание государственных органов в области инвестиционной политики, регулирование объединений предпринимателей, поддержка информационных систем.

## 2. Прямое участие государства в инвестиционной деятельности:

- прямое бюджетное финансирование ряда коммерческих проектов (например, строительство нефтепроводов или финансирование через федеральные целевые программы);

- реализация капитальных вложений для государственных нужд (расходы бюджета на проведение капитального ремонта и создание активов, которые являются имуществом государства);
- предоставление бюджетных средств на возвратной основе (бюджетные кредиты на инвестиционные цели);
- предоставление государственных гарантий;
- государственные заказы на поставку товаров, работ, услуг компаниям частного сектора (на основе контрактов);
- проведение экспертизы инвестиционных проектов;
- предоставление концессий через механизмы государственно-частного партнерства (ГЧП).

Как правило, значительная часть государственных инвестиций носит социальный характер, что затрудняет оценку их экономической эффективности (яркий пример - инвестиции в транспортную инфраструктуру или в информационные системы). Эти инвестиции отличаются длительным сроком окупаемости, значительной частью «внешних эффектов», создающих условия прибыльной работы для всех участников рынка.

В мировой практике ГЧП часто ориентированы на развитие социальной инфраструктуры (здравоохранение, образование, туризм, спорт) и жилищное строительство. Например, в Великобритании, по данным консалтинговой компании Deloitte, через такие партнерства реализуется порядка 20% проектов в области здравоохранения, во Франции - 19, в Испании - 17, в Италии - 8%. Инвесторами часто выступают негосударственные пенсионные фонды (НПФ) и страховые компании, заинтересованные в проектах с долгосрочными надежными денежными потоками, которые гарантируются государством.

Особой формой взаимоотношений государства и частного сектора, реализующего инвестиционные проекты, являются контракты (концессионные соглашения) на строительство и эксплуатацию объектов инфраструктуры. Такие контракты могут заключаться в различных формах.

Наиболее популярны в зарубежной практике и постепенно приходят на российский рынок два вида соглашений:

1) проекты по строительству, владению, управлению и передаче прав собственности (Build-Own-Operate-Transfer, BOOT projects). Специально созданная проектная компания, привлекающая капитал на принципах проектного финансирования, создает объект (например, электростанцию), владеет и управляет им на протяжении определенного периода, получая прибыль (например, на основании контрактов на поставку электроэнергии), а затем передает права собственности на него государству;

2) проекты по строительству, управлению и передаче прав собственности (Build-Operate-Transfer, BOT projects). В отличие от первого варианта в данном случае проектная компания не имеет прав собственности на активы из-за законодательных ограничений (например, на дороги, мосты, туннели). Однако компания, реализующая строительный проект в течение определенного времени, управляет им и получает денежные выгоды.

Инфраструктурные проекты в Российской Федерации связаны, как правило, со строительством дорог, электроэнергетикой, добычей нефти и газа. Большинство проектов структурированы для получения средств из Инвестиционного фонда РФ. В 2009 г. Фонд фактически заморозил новые проекты, а финансовые проблемы частных инвесторов привели к прекращению потока средств в ГЧП.

В части первой Налогового кодекса РФ от 3 июля 1998 г. № 146-ФЗ (далее - НК РФ) допускается использование компаниями инвестиционного налогового кредита для активизации инвестиционной деятельности.

**Инвестиционный налоговый кредит (ИНК)** - льгота по уплате налогов (отсрочка), которая предоставляется на условиях возвратности и платности.

Срок предоставления ИНК составляет от одного года до пяти лет. Проценты за пользование им устанавливаются по ставке, равной не менее 50 и не более 75% ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль (доход), а также по региональным и местным налогам. Решение о предоставлении ИНК по налогу на прибыль в части, поступающей в бюджет субъекта РФ, принимается финансовым органом субъекта РФ, а в той части, которая поступает в федеральный бюджет, - федеральными органами исполнительной власти.

Инвестиционный налоговый кредит предоставляется организации-налогоплательщику, если имеется хотя бы одно из следующих оснований:

(предоставление инвестиционного налогового кредита осуществляется на основании заявления организации и документации, подтверждающей основания для предоставления кредита. Организация-налогоплательщик может заключать несколько договоров об ИНК по различным основаниям. Действие ИНК может быть прекращено досрочно (ст. 67 НК РФ).

а) проведение НИОКР или технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами;

б) осуществление организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, новых видов сырья или материалов;

в) выполнение организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление ею особо важных услуг населению.

В договоре об ИНК фиксируются: срок действия, сумма кредита, процентная ставка за пользование кредитными ресурсами, порядок погашения кредита и начисленных процентов, условия обеспечения кредита (договор залога или поручительства), ответственность сторон.

Компания, получившая ИНК, производит уменьшение налоговых платежей в течение определенного срока. Уменьшение осуществляется по каждому платежу, за каждый отчетный период до достижения фиксируемого размера кредита. При этом в каждом отчетном периоде суммы уменьшения платежей должны быть не выше 50% платежей по налогу, исчисленных без учета действия договоров об инвестиционном налоговом кредите.

При нарушении условий договора об инвестиционном налоговом кредите организацией-налогоплательщиком она несет соответствующую ответственность, определенную ст. 68 НК РФ.

## **1.2. Лекция № 2 (2 часа).**

**Тема: «Методы оценки стоимости и доходности акций»**

### **1.2.1. Вопросы лекции:**

1. Понятие и фундаментальные свойства акции
2. Модель дисконтирования дивидендов
3. Модели оценки акций на основе мультипликаторов

### **1.2.2 Краткое содержание вопросов:**

1 Понятие и фундаментальные свойства акции

Акции, будучи более рискованными вложениями по сравнению с облигациями, привлекают инвесторов возможностью получения повышенного дохода, который

складывается из суммы выплачиваемых дивидендов и прироста капитала вследствие увеличения их курсовой стоимости. Инвестиционные качества акций определяются перспективами роста стоимости, стабильностью дивидендного дохода, риском, чувствительностью к изменениям экономической среды. В этой связи в мировой практике выделяют: первоклассные акции надежных и стабильных эмитентов (голубые фишки), доходные акции, акции роста, спекулятивные акции, циклические акции, защитные акции.

Наиболее распространенными долевыми инструментами являются привилегированные и обыкновенные акции. Главными характеристиками, описывающими обращение акции на рынке, являются величина дивидендного дохода и курс, который соответствует цене акции. Различие между привилегированными и обыкновенными акциями состоит в тех денежных потоках, которые они создают. Привилегированные акции создают определенный денежный поток, поскольку в соответствии с российским законодательством величина дивиденда по привилегированным акциям в большинстве случаев определена или может быть рассчитана. Обыкновенные акции создают неопределенный по величине денежный поток. Акции не имеют ограничения срока обращения, поэтому в большинстве случаев можно предположить, что создаваемый ими денежный поток бесконечен во времени.

## 2 Модель дисконтирования дивидендов

Определенность денежного потока привилегированных акций позволяет применить для их оценки модели стоимости определенного денежного потока. В этом случае в зависимости от способа определения величины дивиденда можно сформировать несколько моделей оценки стоимости привилегированных акций.

Модель оценки стоимости привилегированной акции за период основывается на предположении, что период владения акцией ограничен во времени. В течение этого периода держатель акции получает поток дивидендов, и в будущем может продать акцию. В качестве ставки дисконтирования используется ставка минимальной допустимой отдачи, ожидаемой инвестором.

Рассмотрим теперь многопериодную модель оценки стоимости акций. В данной модели пренебрегают приростом курса акции, рассматривая в качестве возвратных потоков исключительно будущие дивиденды в бесконечном периоде. В рамках многопериодной модели изучаются три потенциальные ситуации:

- уровень дивидендов остается неизменным, имеет место нулевой темп прироста (модель постоянных дивидендов);
- ежегодный равномерный прирост дивидендов (модель постоянного прироста дивидендов, или модель Гордона);
- равномерный прирост дивидендов с постоянным темпом прироста в течение нескольких первых лет и равномерным же приростом дивидендов, но с иным постоянным темпом прироста, в течение всех последующих лет (модель дифференциального прироста дивидендов).

Рассмотренные разновидности моделей DDM базируются на прогнозе ожидаемых дивидендов и темпов их роста. Однако, несмотря на теоретическую обоснованность, они обладают рядом недостатков. Например, они не пригодны для оценки акций предприятий, которые:

- не платят дивиденды;
- осуществляют выплаты нерегулярно;
- выплачивают незначительные суммы.

## 3 Модели оценки на основе мультипликаторов

Другим широко применяемым подходом к оценке акций является использование различных финансовых коэффициентов (мультипликаторов). Как правило, данный подход



применяется для экспресс -оценки, при недостаточности или отсутствии данных для оценки по дисконтированным денежным потокам, для повышения объективности оценки, для сопоставления с оценками, полученными при использовании других методов, и т.д. Наиболее известным и популярным коэффициентом, используемым в оценке акций, является мультипликатор цена/прибыль. Он определяется как отношение рыночной стоимости акции  $P$  к показателю чистой прибыли на одну акцию EPS. К числу других популярных мультипликаторов следует отнести коэффициенты: рыночная стоимость акции / балансовая стоимость акции, цена / свободный денежный поток на акцию (Price to Free Cash Flow to the Firm - P/FCF), стоимость предприятия / выручка и т.д.

Помимо финансовых, в практике анализа используются также и «натуральные» мультипликаторы. Обычно в знаменателе подобных мультипликаторов присутствует некоторый натуральный показатель, например: объем или мощность выпуска в штуках (тоннах, метрах и т.п.), площадь торгового зала, средний чек на 1 кв. м площади или покупателя, выручка на одного клиента и др.

В отличие от финансовых мультипликаторов натуральные являются специфичными для отрасли в целом или группы конкретных предприятий.

### **1.3 Лекция № 3 (2 часа).**

#### **Тема: «Теория формирования портфеля финансовых активов»**

##### **1.3.1 Вопросы лекции:**

- 1.Понятие и цели формирования портфеля ценных бумаг
- 2.Классификация портфеля ценных бумаг
- 3.Структура портфеля ценных бумаг

##### **1.3.2.Краткое содержание вопросов:**

###### **1 Понятие и цели формирования портфеля ценных бумаг**

Портфель ценных бумаг - это определенным образом подобранная совокупность отдельных видов ценных бумаг, т.е. это набор ценных бумаг для достижения определенной цели, например, гарантированной доходности инвестиций. В такой набор должны входить как надежные, но менее прибыльные, так и рискованные, но более доходные бумаги различных эмитентов, отраслей, видов. Портфель может быть ориентирован в большей мере на надежность (консервативный) или на доходность (агрессивный). Портфели ценных бумаг могут быть фиксированные и меняющиеся. Фиксированные портфели сохраняют свою структуру в течение установленного срока, продолжительность которого определяется сроком погашения входящих в него ценных бумаг. Меняющиеся (управляемые) портфели в полном соответствии со своим названием имеют динамическую структуру ценных бумаг, состав которых постоянно обновляется с целью получения максимального экономического эффекта.

Имеются специализированные портфели иностранных ценных бумаг и отечественных ценных бумаг. Портфели ценных бумаг могут иметь отраслевую и территориальную специализацию. Портфели ценных бумаг могут быть ориентированы на включение в свой состав только краткосрочных или среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг. Большинство портфелей ценных бумаг являются специализированными, включая преимущественно один вид ценных бумаг (акции, государственные облигации, неэмиссионные ценные бумаги и т.д.).

Формирование портфеля ценных бумаг — это процесс создания определенной структуры портфеля, т. е. составление комбинации различных видов ценных бумаг с определенной целью.

Основными принципами формирования портфеля ценных бумаг являются:

1. доходность; 2. рост капитала; 3. безопасность; 4. ликвидность.

Процесс формирования портфеля ценных бумаг состоит из следующих этапов:

1. Определение целей создания портфеля и приоритетов инвестора.

Первый этап включает в себя:

- выбор типа портфеля и определение его характера;
- оценку уровня портфельного инвестиционного риска;
- оценку минимальной прибыли;
- - оценку допустимых для инвестора отклонений от ожидаемой прибыли и т. д.

2. Создание портфеля, выбор тактики управления портфелем. Второй этап включает в себя:

- моделирование структуры портфеля;
- оптимизацию структуры портфеля.

3. Постоянное изучение и анализ факторов, которые могут вызвать изменения в структуре портфеля (мониторинг).

4. Оценка портфеля, т. е. определение дохода и риска портфеля и сравнение этих показателей с аналогичными показателями по всему рынку ценных бумаг.

Все этапы процесса формирования портфеля тесно связаны между собой.

Целями формирования портфелей ценных бумаг могут быть: 1) получение дохода (например регулярное получение дивидендов или процентов); 2) сохранение капитала; 3) обеспечение прироста капитала на основе повышения курса ценных бумаг. Инвестор может выбрать какую-то одну цель или несколько целей одновременно. В связи с этим он формирует одноцелевой портфель ценных бумаг или сбалансированный по целям.

## 2 Классификация портфеля ценных бумаг

Состав портфеля ценных бумаг зависит не только от целей инвестора, но и от его характера. В мировой практике предусмотрена следующая классификация типов потенциальных инвесторов:

Тип инвестора	Цель инвестирования
консервативные	безопасность вложений
умеренно агрессивные	безопасность вложений + доходность
агрессивные	доходность + рост вложений
опытные	доходность + рост вложений + ликвидность
изошренные	максимальная доходность

Цель консервативных инвесторов — безопасность вложений. Умеренно агрессивные инвесторы стремятся не только сохранить вложенный капитал, но получить на него доход, пусть небольшой. Агрессивные инвесторы не довольствуются процентами от вложенных средств, а пытаются добиться приращения капитала. Опытные инвесторы постараются обеспечить и прибыль, и увеличение капитала, и ликвидность ценных бумаг, т. е. быструю их реализацию на рынке в случае необходимости. Цель изошренных инвесторов — получение максимальных доходов.

Портфель ценных бумаг может быть ориентирован в большей мере на надежность (консервативный) или на доходность (агрессивный). В портфель должны входить как надежные, но менее доходные, так и рискованные, но более прибыльные бумаги различных эмитентов, отраслей, видов.

## 3 Структура портфеля ценных бумаг

При выборе ценных бумаг инвесторы в первую очередь анализируют перспективы той отрасли, в которой работает компания, чьи акции вызвали интерес. Затем выясняется положение на рынке этой компании, после чего анализируется цена ее акций.

Производится анализ, насколько она выше цен на акции других предприятий этой отрасли; у какого из предприятий наилучшие рыночные перспективы. Выясняется соотношение цены акции и выплачиваемого по ним дивиденда. Определяется, через

сколько лет вернется вложенная в стоимость акции сумма денег (чем быстрее она вернется, тем лучше). И в результате инвесторы приходят к решению о покупке той или иной акции.

Выбор инвестиционного портфеля ценных бумаг заключается прежде всего в правильно сформулированной стратегии, в соответствии с которой необходимо:

- выбрать компании с хорошими фундаментальными показателями, т. е. с растущими прибылями, дивидендами, объемами продаж и т. д.;
- дождаться падения рынка;
- купить акции и расставить «стоп-приказы»;
- постоянно контролировать финансовые квартальные отчеты выбранных компаний и следить за поведением акций с помощью технического анализа;
- при появлении признаков финансового неблагополучия какой-либо компании продать ее акции и быть готовым к покупке новых акций.

#### **1. 4 Лекция № 4 (2 часа).**

**Тема: «Стратегическое управление инвестиционным портфелем»**

##### **1.4.1 Вопросы лекции:**

1. Понятие и стратегии управления инвестиционным портфелем
2. Пассивные и активные стратегии
3. Основные виды инвестиционных стратегий управления портфелем

##### **1.4 .2 Краткое содержание вопросов:**

###### **1 Понятие и стратегии управления инвестиционным портфелем**

Под инвестиционным портфелем понимается некоторый набор или совокупность активов, управляемых как единое целое. Инвестиционный портфель, состоящий из инструментов фондового рынка, называется портфелем ценных бумаг. Выбор типа портфеля и стратегии управления тесно связан с целями инвестирования.

При выборе стратегии инвестирования факторами, определяющими структуру инвестиционного портфеля, остаются риск и доходность инвестиций. При выборе ценных бумаг факторами, определяющими доходность инвестиций, являются рентабельность производства и перспективы роста объема продаж.

Высокорентабельный бизнес обеспечивает наименьший период окупаемости и создает предпосылки для реинвестирования прибыли в развитие производства. Инвесторов непосредственно интересуют показатели, влияющие на доходность капитала предприятия, курс акций и уровень дивидендов. От уровня доходности зависит размер дивидендов по акциям. Для оценки инвестиционного потенциала предприятия имеет значение, за счет каких факторов растет или снижается рентабельность капитала. Держателей обыкновенных акций в большей степени, чем уровень дивидендов, интересует курс акций. Курс акций зависит от целого ряда финансовых показателей акционерного общества (не только от уровня чистой прибыли (дивидендов) на одну акцию). Иногда низкий уровень дивидендов по акциям связан с необходимостью использовать в данном периоде прибыль для развития производства. Это может означать, что в последующие периоды дивиденды могут быть достаточно высокими.

Еще более простым способом составления портфеля ценных бумаг является метод Майкла О'Хиггинса и Гарднеров. Этот метод, используемый для уменьшения инвестиционного риска, позволяет осуществлять выбор компаний за короткое время и не требует анализа большого числа экономических показателей.

Данный метод является самым простым и эффективным в формировании портфеля ценных бумаг. Хотя он не учитывает принадлежности компании к какой-либо отрасли, но это способствует разнообразию инвестиционного портфеля.

Главная задача инвестора при формировании портфеля ценных бумаг заключается в нахождении оптимального соотношения между риском, доходом и ликвидностью, которое позволило бы выбрать оптимальную структуру портфеля.

## 2 Пассивные и активные стратегии

В управлении портфелем можно выделить две основные стратегии: пассивную и активную. **Пассивной стратегии** придерживаются менеджеры, которые полагают, что рынок является эффективным. В таком случае нет необходимости часто пересматривать портфель, поскольку эффективный рынок всегда «правильно» оценивает активы, а одинаковые ожидания инвесторов относительно доходности и риска говорят о том, что все они ориентируются на одинаковые CML и SML. Пассивный портфель пересматривается только в том случае, если изменились установки инвестора, или на рынке сформировалось новое общее мнение относительно риска и доходности рыночного портфеля. Пассивный менеджер не ставит перед собой цель получить более высокую доходность, чем в среднем предлагает рынок для данного уровня риска. Для него характерно построение портфеля на рассмотренных выше принципах, т.е. он включает в него рыночный портфель и бумаги без риска.

**Активную стратегию** проводят менеджеры, полагающие, что рынок не всегда, по крайней мере, в отношении отдельных бумаг, является эффективным, а инвесторы имеют различные ожидания относительно их доходности и риска. В итоге цена данных активов завышена или занижена. Поэтому активная стратегия сводится к частому пересмотру портфеля в поисках финансовых инструментов, которые неверно оценены рынком, и торговле им с целью получить более высокую доходность.

## 3 Основные виды инвестиционных стратегий управления портфелем

В зависимости от целей инвестирования, типа управления, характера экономической ситуации и множества других факторов можно выявить большое число разнообразных **инвестиционных стратегий**.

Например, для стратегического инвестора, основная миссия которого заключается в расширении сферы своего влияния и участия в управлении предприятием, можно выделить стратегии эффективного собственника и спекулятивного слияния (или поглощения).

**Стратегия эффективного собственника.** Основной доход, получаемый инвестором, носит долгосрочный характер и образуется в результате хозяйственной деятельности предприятия. В качестве предпосылок использования данной стратегии необходимо отметить не только наличие значительных финансовых ресурсов, но и опыт, связи, а также знание технологии производства, рынков сбыта и других особенностей контролируемого предприятия.

**Стратегия спекулятивного слияния или поглощения.** Основная миссия этой стратегии заключается в приобретении контрольного пакета акций для обеспечения доступа к дефицитным видам продукции (услугам), финансовым ресурсам либо в целях получения в распоряжение выгодных объектов недвижимости, других имущественных и неимущественных прав.

Самой распространенной стратегией пассивного управления при инвестировании в корпоративные акции является стратегия «купил-и-держи». Наибольшая безопасность и доходность при использовании стратегии «купил-и-держи» достигается при длительных сроках инвестирования.

В качестве другой разновидности стратегии пассивного управления выступает стратегия **индексного фонда**. Она основана на том, что структура портфеля должна отражать

движение выбранного фондового индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг (или его наиболее важных сегментов).

В зависимости от нацеленности на определенный сегмент рынка можно выделить следующие виды стратегий:

- аукционную стратегию;
- стратегию спекулятивного конкурсанта;
- арбитражную стратегию;
- стратегию «пылесоса».

**Аукционные стратегии** применяются при приобретении акций в момент их первичной продажи на чековых, денежных, залоговых аукционах, проводимых в процессе приватизации. **Стратегия спекулятивного конкурсанта** наиболее часто используется на инвестиционных конкурсах и закрытых денежных аукционах, проводимых в процессе приватизации. **Арбитражная стратегия** активно использовалась как на начальном этапе приватизации (торговля ваучерами), так и в настоящее время. Она заключается в использовании того факта, что один и тот же актив может иметь разную цену на двух различных, в том числе географически удаленных, рынках. Инвестор, применяющий эту стратегию (арбитражер), извлекает прибыль за счет практически одновременной купли-продажи одних и тех же ценных бумаг на разных фондовых площадках.

**Стратегия «пылесоса»** применяется наиболее крупными инвестиционными компаниями, которые по заказу (в основном иностранных) инвесторов осуществляют массовую скупку акций в регионах..

Если в качестве системообразующего фактора при классификации портфельных стратегий выбрать метод формирования портфеля, в качестве примеров можно привести такие виды стратегий, как оптимизационная, рейтинговая, гибкого реагирования, рыночного опережения.

**Оптимизационные стратегии** основаны на построении экономико-математических моделей портфеля. **Рейтинговая стратегия** заключается в том, что формирование и обновление портфеля ценных бумаг осуществляется на основе результата построения рейтинговой таблицы. Расчет рейтинга осуществляется по группам показателей, характеризующих основные инвестиционные предпочтения участника. В портфель включаются акции предприятий, имеющих наилучший рейтинг.

**Стратегия «гибкого реагирования»** заключается в том, что профессиональный участник, получая рыночные сигналы, свидетельствующие об интересе крупных иностранных или отечественных инвесторов к акциям того или иного эмитента, использует свои возможности для того, чтобы опередить конкурентов и заблаговременно начать массированную скупку у мелких инвесторов.

**Стратегия «рыночного опережения»** предполагает, что инвестор пытается самостоятельно осуществить прогноз состояния рынка и использовать его для извлечения прибыли. Эта стратегия может применяться как на медвежьей, так и на бычьей фазе рынка. В первом случае фирма определяет наиболее перспективные акции, которые в ближайшее время должны пользоваться рыночным спросом. Выявив набор таких акций, компания постепенно, не «задирая» цен, осуществляет их скупку на биржевых и внебиржевых торгах. В дальнейшем инвестор, использующий эту стратегию, принимает активное участие в формировании спроса и «раскрутке» акций. К моменту, когда другие участники выходят на рынок и возникает ажиотажный спрос, он успевает приобрести достаточно крупный пакет и в какой-то мере может диктовать свои условия конечным инвесторам.

Во втором случае компания, применяющая стратегию «рыночного опережения», предугадав падение рынка, успевает продать акции по достаточно высокой цене. Таким образом, основное преимущество данной стратегии состоит в том, что за счет опережения конкурентов фирма может скупить большие объемы бумаг по низким ценам или продать их по цене, близкой к максимальной. Недостатки этой стратегии связаны с высоким

уровнем риска и низкой отдачей вложенных средств и возможными убытками, если прогноз оказался неправильным.

Предпосылки успешной реализации данной стратегии заключаются не только в наличии финансовых ресурсов и развитой сети для скупки акций, но и в способности осуществления высокопрофессиональной аналитической подготовки этого процесса. Аналитическая служба компании, избравшей эту стратегию, должна вести постоянный мониторинг рынка, использовать методы фундаментального и технического анализа, осуществлять выбор наиболее перспективных акций до того, как к ним проявят интерес другие участники, в том числе рыночные лидеры.

## **2. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ**

### **2.1 Практическое занятие № 2 ( 2 часа).**

**Тема: Инвестиционная среда и роль государства в активизации инвестиционной деятельности**

#### **2.1.1.Задание для работы:**

1. Инвестиционная среда и инвестиционный климат
2. Роль государства в активизации инвестиционной деятельности
3. Инвестиционная среда в РФ

#### **2.1.2.Краткое описание проводимого занятия:**

- 1.По форме собственности на инвестиционные ресурсы выделяют:
  - +а) смешанные инвестиции;
  - б) зарубежные инвестиции;
  - +в) частные инвестиции;
  - г) портфельные инвестиции;
  - +д) иностранные инвестиции;
  - +е) государственные инвестиции;
  - ж) внутренние инвестиции.
2. Какой классификационный признак лежит в основе деления инвестиций на реальные и финансовые?
  - а) элемент инвестиций;
  - б) срок инвестиций;
  - в) цель инвестирования;
  - +г) объект вложений;

**2.1.3 Результаты и выводы:** В результате проведения занятия, студентами изучены инвестиционная среда и роль государства в активизации инвестиционной деятельности

### **2.2 Практическое занятие № 2 ( 2 часа).**

**Тема: «Методы оценки стоимости и доходности акций»**

#### **2.2.1 Задание для работы:**

- 1.Понятие и фундаментальные свойства акции
- 2.Модель дисконтирования дивидендов
3. Модели оценки акций на основе мультипликаторов

### 2.2.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Для оценки стоимости каких акций используется модель Гордона?

- а) для акций с не меняющимся из года в год дивидендом;
- б) для акций, у которых размер дивиденда меняется из года в год случайным образом;
- в) для акций, темп прироста дивидендов у которых постоянен;
- г) для акций, у которых темп прироста меняется.

**Задача 1** Акция была куплена инвестором 1 марта за 115 руб., а продана 1 октября того же года, дивиденды были выплачены 13 апреля в размере 35 руб. на акцию. Определите доходность за период владения акцией.

#### Задача 2.

Инвестор купил акцию за 100 руб. и продал через три года за 200 руб. В конце первого года ему выплатили дивиденд в размере 10 руб., за второй – 12руб., за третий - 14 руб. Определите ориентировочно доходность операции вкладчика.

#### Задача 3.

Инвестор купил акцию компании А по цене 20 руб. и продал через 3 года по 60 руб. За это время дивиденды на акцию не выплачивались. Определить доходность операции инвестора в расчете на год.

#### Задача 4.

Текущий курс акции 100 руб. На акцию был выплачен годовой дивиденд в размере 8 руб. Определить ставку дивиденда по акции.

#### Задача 5.

Доходность акции на основе непрерывно начисляемого процента составила за первый квартал 5%, второй квартал 10%, третий квартал 15%, четвертый квартал 20%. Определите непрерывно начисляемую доходность акции в расчете на год.

### 2.2.3 Результаты и выводы:

В результате проведения занятия, студентами изучена экономическая сущность акций, виды доходов, которые получает держатель акций, инвестиционные качества ценных бумаг, модели дисконтирования дивидендов, виды финансовых показателей, используемых для оценки акций., модели оценки акций на основе мультипликаторов.

## 2.3 Практическое занятие №3 ( 2 часа).

**Тема: «Теория формирования портфеля финансовых активов»**

### 2.3.1 Задание для работы:

- 1. Понятие и цели формирования портфеля ценных бумаг
- 2. Классификация портфеля ценных бумаг
- 3. Структура портфеля ценных бумаг

### 2.3.2 Краткое описание проводимого занятия:

**Задание 1** Структура инвестиционного портфеля коммерческого банка характеризуется следующими данными (в % к сумме вложений):

Вид объектов инвестирования	Доля в портфеле
Валютный депозит	10
Акции наукоемких компаний	45
Обыкновенные акции крупных эмитентов	15
Государственные ценные бумаги	20
Недвижимость	10
Итого	100

**Задача 2.** Инвестор сформировал портфель ценных бумаг, состоящий из акций трех компаний:

Компания	Цена акции, р	Число акций, шт.	Коэффициент $\beta$
А	50	1000	0,9
В	10	5000	1,0
С	70	2000	1,1

Сравните риск данного портфеля с риском по рынку в целом.

### Тема практического задания

Расчет ожидаемой доходности, рисков и взаимосвязей между ценными бумагами в портфеле.

#### Пояснения к заданию

1. Используя предложенные исходные данные, проведите изолированный анализ ценных бумаг, входящих в гипотетический портфель.

Для формирования оптимального портфеля необходимо провести анализ активов, которые являются претендентами на включение в портфель по отдельности друг от друга, т.е. изолированно. Изолированный анализ активов позволит определить ожидаемую доходность каждого актива, показатели, характеризующие риски, связанные с этим активом, и взаимосвязи между активами.

Данные по следующим компаниям: представлены в таблице 1. Срок инвестирования равен 1 месяцу.

Таблица 1- Таблица ежемесячных приростов за 20х1 год

Месяц	Вымпелком	Лукойл	НорНикель	Сургут	Ростелеком
Январь	+8%	+9%	+8%	-2%	+6%
Февраль	+3%	+9%	-1%	+10%	+8%
Март	0%	+10%	+5%	+17%	+1%
Апрель	-13%	-10%	-18%	-12%	-9%
Май	-4%	+2%	-6%	-2%	-6%
Июнь	+1%	-6%	-3%	+3%	+4%
Июль	-8%	+4%	-7%	+4%	-13%
Август	+11%	+9%	+11%	+2%	+10%
Сентябрь	+9%	+5%	+13%	+4%	+11%
Октябрь	+6%	-1%	-4%	+8%	+1%
Ноябрь	-14%	-2%	-9%	-8%	-9%
Декабрь	0%	-5%	-8%	-3%	-17%

### 2.3.3 Результаты и выводы:

В результате проведения занятия, студентами изучены цели формирования портфеля ценных бумаг, классификацию ценных бумаг и его структуру.

### 2.4 Практическое занятие №4 ( 2 часа).



## Тема: «Стратегическое управление инвестиционным портфелем»

### 2.4.1 Задание для работы:

1. Понятие и стратегии управления инвестиционным портфелем
2. Пассивные и активные стратегии
3. Основные виды инвестиционных стратегий управления портфелем

### 2.4.2 Краткое описание проводимого занятия:

**Задача 1 .** По приведенной ниже структуре портфелей инвестиции (в % к общей сумме вложений) двух компаний определите тип инвесторов с точки зрения:

- а) безопасности вложений (консервативный или агрессивный);
- б) ориентированности на прирост капитала или на текущий доход

Состав портфеля	Инвестор А	Инвестор В
Банковский депозит	5	5
Облигации федерального займа	50	10
Акции	15	60
Облигации	30	15

**Задача 2.** Проанализируйте следующие данные о безрисковой доходности  $R_f$ , рыночной доходности  $R_m$  и доходности  $R_a$  по акциям компании А за семь лет:

Год	$R_f$	$R_m$	$R_a$
1	9	35	27
2	9	20	25
3	8	17	5
4	7	22	20
5	7,6	15	-5
6	8	-10	6
7	9	20	10

Оцените коэффициент  $\beta$  по акциям компании А. Сделайте вывод о том, являются ли эти акции агрессивными или оборонительными, Постройте характеристическую прямую для акций компании А.

Сопоставьте требуемую доходность по акциям компании А согласно модели оценки капитальных активов - Capital Asset Pricing Model (CAPM) и реально достигнутую среднюю доходность. Сделайте вывод о том, является ли данный актив недооцененным или переоцененным.

### 2.4.3 Результаты и выводы:

По результатам проведения занятия студентами усвоено понятие и стратегии управления инвестиционным портфелем, виды пассивных и активных стратегий, основные виды инвестиционных стратегий управления портфелем.