

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**НАЦИОНАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УЗБЕКИСТАНА
ИМЕНИ МИРЗО УЛУГБЕКА**

**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА «ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ»**

Курсовая работа

*НА ТЕМУ: «Формирование инвестиционного портфеля предприятия в
условиях мирового финансово-экономического кризиса»*

Подготовила:

Сарварова А.И.

студентка 1 курса магистратуры

Принял:

д.э.н., проф. Эгамбердиев Ф.Т.

ТАШКЕНТ – 2014 г.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
1. Особенности инвестиционной политики предприятия в условиях мирового финансово-экономического кризиса.....	6
2. Предпосылки возникновения теории портфеля.....	12
3. Сущность и методические основы формирования инвестиционного портфеля.....	17
4. Стратегии формирования инвестиционных портфелей в современных рыночных условиях	21
5. Анализ эффективности инвестиционных портфелей компаний в экономически развитых странах	25
6. Практика формирования инвестиционного портфеля в коммерческих банках Республики Узбекистан	30
7. Основные направления формирования оптимального инвестиционного портфеля коммерческих банков Республики Узбекистан.....	35
8. Перспективы развития методов формирования банковского инвестиционного портфеля.....	39
Заключение	44
Список использованной литературы	47

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. На современном этапе развития экономики в странах с развивающейся и переходной экономикой одним из основных инструментов реализации стратегических целей предприятия является эффективное управление собственным портфелем инвестиций. Такой портфель инвестиционных активов формирует любая заинтересованная в своем успешном развитии фирма. При этом любая фирма стремится включить в портфель наиболее эффективные активы, в наибольшей степени соответствующие её стратегии, отвечающие поставленным оперативным целям и задачам, приносящие максимальный финансовый результат в условиях ограниченных инвестиционных ресурсов.

Наиболее активными фирмами на фондовом рынке являются коммерческие банки. Банковская система Узбекистана продолжает свое поступательное развитие, демонстрируя успешную деятельность. В результате сегодня уровень достаточности капитала банков составляет 24,3 процента, что в 3 раза превышает требования Базельского комитета по банковскому надзору, которые приняты на уровне 8 процентов. Ликвидность банковской системы превышает 65 процентов, что в 2,2 раза выше общепринятой в мировой практике оценки «высокий».

Как и в прежние годы, большое внимание в банковской деятельности уделялось ее инвестиционной составляющей. В 2012 году рост объемов кредитов, направленных в реальный сектор экономики, увеличился по сравнению с предыдущим годом в 1,3 раза. Более 76 процентов выданных кредитов - это долгосрочные кредиты сроком свыше трех лет».¹

Данные результаты достигнуты и за счет диверсификации активов банков страны, позволяющей эффективно реагировать на возможные риски

¹«2014 год станет годом развития страны высокими темпами, мобилизации всех возможностей, последовательного продолжения оправдавшей себя стратегии реформ». Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития в 2013 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2014 год. 18.01.2014.

потерь. Однако в условиях быстро меняющейся рыночной конъюнктуры существует проблема постоянного управления портфелем при росте конкуренции за ресурсы вкладчиков, за счет которых формируется портфель.

В научной, прикладной и учебной литературе опубликовано множество различных математических моделей и методов, предназначенных для решения задач управления портфелем проектов. Математический инструментарий, применяемый при моделировании портфеля, весьма разнообразен и достаточно сложен. Применение математических методов в практике инвестиционного планирования требует специальной математической подготовки. Вместе с тем, учитывая сложность оптимизации инвестиционных портфелей современных банков, требования к экономико-математическим моделям всё время возрастают, а разрыв между спецификой математических методов и обеспечением на практике оптимального состава инвестиционного портфеля увеличивается. Это и определило актуальность темы исследования.

Целью настоящей курсовой работы является определение основных направлений формирования инвестиционного портфеля, в том числе на примере коммерческих банков Узбекистана.

Для достижения поставленной цели определены и решены следующие **задачи**:

- изучить предпосылки возникновения теории портфеля;
- раскрыть сущность и методические основы оптимизации инвестиционного портфеля;
- осуществить обзор современных теорий оптимизации портфеля инвестиций;
- рассмотреть существующие стратегии оптимизации инвестиционных портфелей в современных рыночных условиях;
- осуществить анализ эффективности инвестиционных портфелей компаний в экономически развитых странах;

- изучить практику оптимизации инвестиционного портфеля в коммерческих банках Республики Узбекистан.

Объект исследования составляет инвестиционный портфель как комбинация активов с собственными характеристиками доходности и риска. В качестве **предмета исследования** выбраны экономические отношения, возникающие в процессе формирования инвестиционного портфеля коммерческих банков.

При работе над имеющимися данными использовались наблюдение, выделение соответствующей информации из всей совокупности доступных данных, сравнительный и ретроспективный анализ, систематизаций и обобщение результатов исследования.

Данное исследование опирается на ряд источников, включающих в себя учебники и учебные пособия, монографии, публикации в средствах массовой информации и специализированных изданиях, периодические статистические сборники и отчеты министерств, ведомств и организаций, а также ресурсы, содержащие нормативно-правовую базу обеспечения банковской деятельности.

1. Особенности инвестиционной политики предприятия в условиях мирового финансово-экономического кризиса

Инвестиционная политика в кризисных условиях играет важную роль. Кризисные предприятия в отличие от других хозяйственных субъектов особенно нуждаются в инвестициях. Новые инвестиции могут сократить время преодоления кризиса. При этом чем раньше организация начнет инвестиционные проекты, например, на стадии латентного кризиса, тем процесс оздоровления будет происходить быстрее и можно будет провести крупные инвестиционные проекты по завоеванию рынков, выпуску новой продукции и т.д. Например, инвестиции, прежде всего, необходимы на реструктуризацию бизнеса предприятия; в техническое перевооружение или реконструкцию действующих производств; урегулирование ранее накопленных долгов. Таким образом, инвестиционная политика предполагает выбор и реализацию наиболее рациональных направлений расширения и обновления активов для финансового оздоровления бизнеса. На основе инвестиционной политики организация определяет формы инвестирования, обеспечивающие достижение целей организации. Необходимость инвестиционной политики на предприятии связана с обеспечением устойчивого функционирования предприятий, финансовой стабильности, рентабельности и максимизации стоимости бизнеса.

Для формирования эффективной инвестиционной политики в условиях кризиса необходимо руководствоваться рядом принципов:

учет различной стоимости денег во времени;

рассмотрение процесса инвестирования как совокупности денежных потоков;

учет темпов инфляции при расчете ставки доходности, т.е. рентабельность инвестиций должна быть выше уровня инфляции;

учет внутренних и внешних ограничений финансирования проекта, т.е. рентабельность активов должна быть выше стоимости привлеченного капитала и не ниже предельной ставки доходности проекта;

разработка многовариационных прогнозов с учетом уровня рисков и доходности.

Используя данные принципы в процессе формирования инвестиционной политики кризисным предприятием необходимо: определить приоритеты и разработать цели инвестирования; выбрать объекты инвестирования; выявить реальные источники инвестиций; подобрать инвестиционные проекты и решения, дающие наиболее быструю отдачу на вложенный капитал.

Важное значение в условиях кризиса имеет выбор приоритетов инвестиционной политики. Цели инвестирования в условиях антикризисного управления подразделяются на ряд групп. Первая группа предполагает обеспечение необходимыми ресурсами проведение мероприятий по финансовому оздоровлению и реструктурированию неплатежеспособных предприятий. Вторая группа предполагает урегулирование накопленной задолженности. В современной экономической науке также выделяют семь основных причин инвестирования: повышение эффективности производства; расширение действующего производства; создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса; выход на новые рынки сбыта; исследования и разработки новых технологий; социальные мероприятия; вложения, осуществляемые в соответствии с требованиями закона.

При разработке инвестиционной политики на основе выбранных целей инвестирования необходимо определить реальные источники инвестиционных средств и объекты их размещения, которые способны гарантировать постоянную платежеспособность организации. Зачастую в научных изданиях по антикризисному управлению выделяют следующие источники финансирования: собственные средства (прибыль,

амортизационные отчисления); привлеченные средства (от продаж долей в акционерном капитале); заемные средства (кредиты банков); ассигнования по специальным программам (из государственного бюджета, бюджетов субъектов, муниципальных бюджетов). Следует также учитывать, что в зависимости от стадии кризиса в организации может возникнуть острый дефицит собственных средств и недоступность привлеченных средств. При этом, важным источником средств становится дезинвестирование части вложенных средств. К источникам дезинвестирования можно отнести инвестиционные проекты, которые стали менее эффективными (убыточными) в результате изменения внешних факторов. Для таких проектов следует рассмотреть возможности возврата большей части вложенных средств. Анализируя объекты незавершенного строительства необходимо рассмотреть возможность их передачи сторонним инвесторам для быстреего окончания строительства и ввода в эксплуатацию. В хозяйственной практике для снижения текущих затрат по содержанию объектов капитального строительства зачастую проводят их консервацию. Как правило, в результате недостаточности средств организации в условиях кризиса приходится сворачивать свои приоритетные проекты. Таким образом, возможности инвестиционной политики зависят как от обеспеченности разработанных целей источниками финансирования, так и от выбранных объектов инвестиций.

Выбор объектов инвестирования - это одна из наиболее сложных стадий формирования инвестиционной политики. Отличительной особенностью инвестирования в условиях кризиса является то, что объект инвестирования, как правило, рассматривается в свободном состоянии от большей части долгов, накопленных предприятием - это и составляет его инвестиционную привлекательность. Зачастую в современных научных изданиях в качестве основных объектов инвестирования неплатежеспособного предприятия выделяют: бизнес предприятий -

должников; акции предприятий, создаваемых в процессе реструктуризации имущества и бизнеса должника; имущественный комплекс должника; отдельные имущественные объекты. Однако по нашему мнению также особое внимание необходимо обратить на проблему снижения технической оснащенности промышленных предприятий, и старение активной части основных производственных фондов. В результате высокого износа такие предприятия оказываются не в состоянии производить конкурентоспособную продукцию, что в дальнейшем приводит к их несостоятельности. Таким образом, производство необходимо обеспечить современным оборудованием за счет реализации избыточных и непрофильных активов. При этом следует уделять внимание и вопросам улучшения качества продукции. Проекты по улучшению качества обычно требуют небольших денег и могут быть профинансированы за счет собственных финансовых средств. Реализация подобных проектов насущно необходима, поскольку отдельные виды оборудования могут настолько изнашиваться, что увеличение объемов производства даже до проектного состояния становится не возможным. От увеличения объема продаж или улучшения качества продукта зависит успех антикризисной программы.

На инвестиционную деятельность и в частности на выбор инвестиционных проектов особое влияние оказывает характер стадии кризиса. Реализация инвестиционных проектов для организаций, находящихся в состоянии кризиса, сопряжена с дополнительными рисками, связанными с кризисным состоянием организации. Зачастую риск инвестирования в организацию, находящуюся в состоянии глубокого кризиса настолько велик, что инвестиционные процессы практически приостанавливаются. Важной проблемой при этом, является необходимость сбалансировать высокую степень риска с желаемой доходностью. В состоянии кризиса фирма постоянно испытывает недостаток денежных ресурсов, а потребность в сохранении ликвидности превалирует над

доходностью проекта. В хозяйственной практике, как правило, не существует столь доходных инвестиций, способных уравновесить риск потери вложенных средств. Соответственно чем меньше глубина кризиса организации, тем активнее идут инвестиционные процессы.

На стадии потенциального кризиса предприятия, могут вести инвестиционную политику аналогично «здоровым» организациям, и даже гораздо в большем диапазоне. В условиях потенциального кризиса, инвесторам еще не видна степень кризиса и надбавка к доходности за риск работы с кризисной организацией отсутствует. На данной стадии инвестиционную политику необходимо проводить поэтапно. На первом этапе реализуются не большие проекты, в дальнейшем можно приступить к более сложным проектам (расширение производства существующей продукции или выход на новые рынки). В зависимости от глубины кризисных явлений сокращаются ее инвестиционные возможности вследствие высокого риска и неплатежеспособности. В процессе финансового оздоровления инвестиции направляются на реструктуризацию бизнеса предприятия; в техническое перевооружение или реконструкцию действующих производств; урегулирование ранее накопленных долгов.

На стадии открытого кризиса проблема инвестирования становится наиболее острой. На досудебной стадии основным приоритетом является урегулирование задолженности. Если в организации вводится процедура банкротства, то она находится в стадии открытого кризиса, но при этом существуют возможности возврата ее платежеспособности. Наиболее важными проблемами в условиях кризиса являются: недостаток денежных средств, падение объемов продаж, ухудшение качества продукции и, как результат, снижение прибыли. Для их решения необходимо активизировать инвестиционную деятельность. За частую, организации, находящиеся в процедуре внешнего управления, имеют гораздо меньше возможностей для привлечения внешних инвесторов, чем на стадии досудебного финансового

оздоровления. На выбор инвестиционной политики в данном случае влияют такие факторы, как: отстранение от функций управления руководителя и их переход к собранию кредиторов; ограниченность срока внешнего управления (не более 18 месяцев). Эти факторы достаточно серьезно сдерживают инвестиционные процессы, поскольку риск невозврата вложенных финансовых ресурсов очень высокий. В период внешнего управления, как правило, возможна реализация малорисковых инвестиционных проектов с небольшим бюджетом и сроками реализации. Например, это могут быть проекты по замещению отдельных видов активов с целью сохранения объемов про-изводства, или проекты по замене устаревшего оборудования на более современное, с целью сокращения издержек производства или повышения производительности труда. В отличие от внешнего управления в процессе конкурсного производства инвестиции используются для создания новых предприятий и производств на базе активов ликвидируемой организации.

В итоге, формирование инвестиционной политики имеет множество особенностей, характер которых определяется стадией кризиса и проявляется постановкой целей, определении источников финансирования, объектов инвестирования, оценкой и ранжированием инвестиционных проектов. В результате изменения стадий кризисных явлений и соответственно инвестиционной привлекательности требуется периодический пересмотр инвестиционной политики. Для разработки рациональной инвестиционной политики на каждой стадии кризиса следует учитывать связь между риском и доходностью. Необходимо соотносить цели инвестора, желаемую доходность и сроки реализации проекта с глубиной кризиса и стратегией финансового оздоровления.

Достижению этого и служит формирование инвестиционного портфеля. Рассмотрим теоретические основы портфельной теории, а также практические аспекты ее реализации.

2. Предпосылки возникновения теории портфеля

В 1952 году американский экономист Гарри Марковиц опубликовал статью «Выбор портфеля» («Portfolio Selection»), которая легла в основу теории инвестиционного портфеля.² Г. Марковиц исходил из предположения о том, что инвестирование рассматривается как однопериодовый процесс, т.е. полученный в результате инвестирования доход не реинвестируется в дальнейшем.

Другим важным исходным положением в теории Г. Марковица является идея об эффективности рынка ценных бумаг. Под *эффективным рынком* понимается такой рынок, на котором вся имеющаяся информация трансформируется в изменение котировок ценных бумаг; это рынок, который практически мгновенно реагирует на появление новой информации.

В своих теоретических исследованиях Марковиц полагал, что значения доходности ценных бумаг являются случайными величинами, распределенными по нормальному (гауссовскому) закону. В этой связи Марковиц считал, что инвестор, формируя свой портфель, оценивает лишь два показателя ожидаемую доходность - $E(r)$ и стандартное отклонение - σ , как меру риска. Следовательно, инвестор должен оценить доходность и стандартное отклонение каждого портфеля и выбрать наилучший портфель, который больше всего удовлетворяет его желания - обеспечивает максимальную доходность при допустимом значении риска (σ). Какой при этом конкретный портфель предпочтет инвестор, зависит от его оценки соотношения «доходность–риск».

Что касается понятия «доходность», то оно подразумевает способность приносить отдачу от вложенных ресурсов. В наиболее общем случае, под доходом имеют в виду просто сумму возврата от вложений, когда может иметь место случай, при котором возврат может быть либо больше, либо

² Инвестиции. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. М.: 2001., с.169.

меньше объема вложенных средств. Чаще понятие доходность используют для случая, когда отдачу сравнивают с затратами на ее получение, и тогда говорят о положительной доходности, когда отдача превышает затраты, в противном случае доходность может быть нулевой (отдача равна затратам) или отрицательной (отдача меньше затрат).

Сущность термина «риск» является более сложной, поскольку этому понятию придают смысл или только получения нежелательного результата, или получения как нежелательного результата, так и результата, превосходящего ожидания. То есть риск почти всегда обозначает неопределённость исхода, при этом в основном под словом риск чаще всего понимают вероятность потерь, хотя его можно описать и как вероятность получить результат, отличный от ожидаемого, таким образом становится возможен и риск убытков и риск сверхприбыли. Таким образом, риск проявляется в возможности отклонения результата от поставленной цели, для достижения которой принималось решение.

Далее, риск проявляет себя в самых различных формах, поэтому в рамках данной работы риск понимается как экономическая категория, как результат, являющийся следствием принятия решения по поводу распределения экономических ресурсов, и измеряющийся в денежном выражении.³

Минимизация рисков осуществляется различными методами, например, страхованием, созданием резервов, лимитированием и т.д. Главной причиной, побуждающей инвесторов формировать инвестиционный портфель, является желание снизить совокупный риск или максимизировать прибыль путем рассредоточения вложений по различным направлениям. Такой процесс называется диверсификацией, а комбинация активов с

³ Балдин К.В., Передеряев И.И., Голов Р.С. Инвестиции в инновации: Учебное пособие. Издательство: Дашков и К, 2012. С. 15.

собственными характеристиками доходности и уровня риска называется портфелем.⁴

Диверсификация позволяет сглаживать колебания стоимости вложенного капитала за счет взаимной компенсации колебаний стоимости активов, входящих в инвестиционный портфель. Рассмотрим на гипотетическом примере, как объединение двух активов в один портфель снижает общий риск по сравнению с отдельными рисками каждого из этих активов.⁵

Пусть у нас имеется 100 денежных условных единиц (у.е.), на которые мы можем приобрести либо актив А, либо актив В по отдельности, или же распределить их поровну между этими активами. Поскольку инвестиции несут в себе неопределенности относительно будущей отдачи от них, то доходность инвестиций может быть отличной от ожидаемого значения. Предположим, что доходность зависит от состояния экономики страны, которое в нашем примере может реализоваться в пяти направлениях. Для простоты допустим, что каждое будущее состояние экономики имеет равную вероятность наступления (20% или 1 из 5 возможных). Предположим также, что ожидаемая доходность активов А и В зависит от состояния экономики так как представлено в таблице 1.

Таблица 1.

Доходность активов А и В и портфеля А+В

Состояние экономики	Вероятность состояния, %	Доход актива А, %	Доход актива В, %	Доход портфеля А+В, %
1	20	15	-5	5
2	20	-5	15	5
3	20	5	25	15
4	20	35	5	20
5	20	25	35	30

⁴ Security Analysis and Portfolio Management. Donald E. Fisher, Ronald J. Jordan. Pearson Prentice Hall. p. 14.

⁵ Prasanna Chandra. Investment Analysis and Portfolio Management. Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, 2005. pp. 251-254.

Среднее значение ожидаемых доходностей будет найдено из формулы для средневзвешенной по вероятностям величины, применяемой в статистике:

Доходность А:

$$E(A) = 15\% \cdot 0,2 + (-5\%) \cdot 0,2 + 5\% \cdot 0,2 + 35\% \cdot 0,2 + 25\% \cdot 0,2 = 15\% \quad (1).$$

Доходность В:

$$E(B) = (-5\%) \cdot 0,2 + 15\% \cdot 0,2 + 25\% \cdot 0,2 + 5\% \cdot 0,2 + 35\% \cdot 0,2 = 15\% \quad (2).$$

Поскольку в нашем примере в портфеле активы А и В имеют равную долю, то доходность портфеля будет иметь среднеарифметическое значение доходностей составляющих портфель активов, что и представлено в последнем столбце таблицы (например для состояния экономики 3 ожидаемая доходность портфеля будет равна: $(5+25):2 = 15$).

Таким образом, средняя ожидаемая доходность портфеля А+В равна:

$$E(A + B) = 5\% \cdot 0,2 + 5\% \cdot 0,2 + 15\% \cdot 0,2 + 20\% \cdot 0,2 + 30\% \cdot 0,2 = 15\% \quad (3).$$

То есть мы видим, что ожидаемая доходность портфеля не изменилась по отношению к доходностям отдельных активов. Однако, если рассмотреть степень возможных отклонений доходностей от средней ожидаемой по отдельным активам и сравнить с возможными отклонениями доходностей портфеля от его средней ожидаемой доходности, то здесь будет видны преимущества инвестирования в портфель.

В таблице 2 представлены абсолютные значения отклонений активов и портфеля от их средних ожидаемых доходностей, а в последней строке дано среднее значение этих отклонений по всем возможным сценариям развития экономики.

Таким образом, даже на основании простейших расчетов видно, что при одинаковой доходности возможные потери по портфелю, состоящему поровну из активов А и В, значительно ниже, чем возможные потери при инвестициях в указанные активы по отдельности.

Таблица 2.

**Абсолютные значения отклонений активов и портфеля от их
средних ожидаемых доходностей**

Состояние экономики	Вероятность состояния, %	Отклонение доходности актива А от средней, %	Отклонение доходности актива В от средней, %	Отклонение доходности портфеля А+В от средней, %%
1	20%	0 (=15+15)	20 (=35-15)	10 (=15-5)
2	20%	20 (=15-(5))	0 (=15+15)	10 (=15-5)
3	20%	10 (=15-5)	10 (=25-15)	0 (=15-15)
4	20%	20 (=35-15)	10 (=15-5)	5 (=20-15)
5	20%	10 (=25-15)	20 (=35-15)	15 (=30-15)
Среднее значение		12	12	8

Ниже на рисунке 1 представлено графическое поведение доходностей активов по отдельности и объединенных в портфель (пунктирная линия).

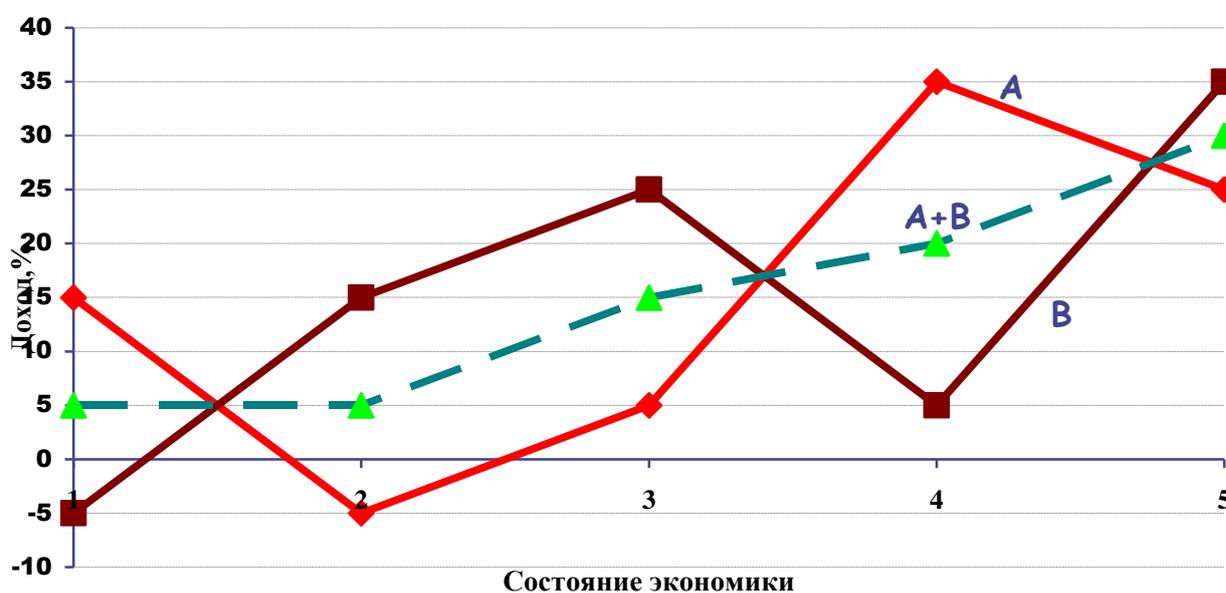


Рисунок 1. Доход индивидуальных активов и портфеля

Пунктирная линия, соответствующая портфелю, ведет себя более плавно в зависимости от реализации возможных сценариев развития экономики.

Представленный пример хоть и является простым, демонстрирует

возможность получения выгод от формирования портфеля по сравнению с инвестированием в отдельные активы. Данное обстоятельство и послужило началу разработки теории портфеля.⁶

3. Сущность и методические основы формирования инвестиционного портфеля

Исходя из вышеизложенного, становится ясным, что целью любого инвестора является составление такого портфеля ценных бумаг, который давал бы максимально возможную отдачу с минимально допустимым риском. Это достигается путем диверсификации через формирование инвестиционного портфеля

Итак, эффективный портфель – это портфель, который обеспечивает минимальный риск при заданной величине его ожидаемой доходности $E(r)$ или максимальную отдачу при заданном уровне риска.

Из рисунка 1 можно заметить, что ожидаемая доходность активов, из которых был сформирован портфель, изменяется, в основном, в противоположном направлении при переходе от одного состояния экономики к другому. В этом и заключается смысл диверсификации, иначе бы если доходность активов изменялась в одном направлении, то возможные убытки по портфелю были бы больше. Поведение, характеризующее взаимное изменение величин, называется корреляцией. Более точно, корреляция (от лат. *correlatio* – соотношение, взаимосвязь), корреляционная зависимость - статистическая взаимосвязь двух или нескольких случайных величин (либо величин, которые можно с некоторой допустимой степенью точности считать таковыми). При этом изменения значений одной или нескольких из этих величин сопутствуют систематическому изменению значений другой или других величин.⁷

⁶ Аскинадзи В.М. Инвестиционный анализ / Московский государственный университет экономики, статистики и информатики. – М., 2008. С. 8.

⁷ Теория статистики. Минашкин В.Г., Шмойлова Р.А. и др. М.: ЕАОИ, 2008, с. 272.

Для числового выражения корреляции существует коэффициент корреляции, значение которого изменяется в пределах отминус единицы до плюс единицы. Причем отрицательное значение коэффициента характеризует преимущественно противоположное изменение величин, в то время как положительное значение свидетельствует о том, что величины изменяются в основном в одном направлении. Нулевое значение коэффициента корреляции говорит об отсутствии связи между величинами.

Как отмечалось выше, на риск портфеля основное влияние оказывает степень корреляции доходностей входящих в портфель ценных бумаг: чем ниже уровень корреляции, то есть чем ближе коэффициент корреляции приближается к (-1) , тем ниже риск портфеля, и путем диверсификации инвестор способен снизить уровень риска портфеля, не изменяя при этом его ожидаемой доходности.

Та часть риска портфеля, которая может быть устранена путем диверсификации, называется диверсифицируемым, или несистематическим риском. Доля же риска, которая не устраняется диверсификацией, носит название недиверсифицируемого, или систематического риска.

Очевидно, что если портфель состоит из более чем двух ценных бумаг, то для любого заданного уровня доходности существует бесконечное число портфелей, иными словами, можно сформулировать бесконечное количество портфелей, имеющих одну и ту же доходность. Тогда задача инвестора сводится к следующему: из всего бесконечного набора портфелей с ожидаемой нормой отдачи $E(r)$ необходимо найти такой, который обеспечивал бы минимальный уровень риска.

Продемонстрируем это на конкретном примере. Пусть нам доступны только 2 актива для включения их в портфель. Из вышеприведенных рассуждений нам ясно, что поиск следует организовывать среди активов, имеющих отрицательное значение коэффициента корреляции. Допустим, что в результате анализа активов на рынке мы нашли активы А и В с

характеристиками, представленными ниже.

	Актив А	Актив В
Ожидаемая доходность	12%	20%
Стандартное отклонение доходности (σ)	20%	40%
Коэффициент корреляции	-0,20	

Стандартное отклонение величины x – это величина, показывающая среднее значение отклонений от ее среднего значения по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \quad (4).$$

Она чаще используется в качестве меры риска, чем просто среднее арифметическое отклонений, которое мы использовали выше в примере параграфа 1.1.

Представим, что вначале мы инвестировали все средства в актив А. Тогда ожидаемая доходность портфеля будет равна 12%, а уровень рискованности будет равен 20%. Этот случай реализован в портфеле 1(А) в таблице 3. Если же мы направим все средства в актив В, то доходность портфеля будет равна 20%, а уровень риска будет равен 40% (портфель 6(В)). Если направим часть средств в актив А (доля x_A), а остальную часть в актив В (доля x_B), то ожидаемая доходность будет равна средневзвешенной величине доходностей этих активов, а стандартное отклонение σ_{A+B} будет найдено из известной из статистике формулы:

$$\sigma_{A+B}^2 = x_A^2 \cdot \sigma_A^2 + x_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2 \cdot x_A \cdot x_B \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B \cdot \rho_{AB} \quad (5)$$

где $\rho_{AB} = -0,20$ – коэффициент корреляции активов А и В.⁸

Например, портфель, состоящий из 90% актива А и 10% актива В (портфель 2) будет иметь доходность 12,80% , а уровень риска, равный 17,64%. То есть мы видим, что добавление актива В увеличило доходность и уменьшило риск.

⁸ Теория статистики. Минашкин В.Г., Шмойлова Р.А. и др. М.: ЕАОИ, 2008, с. 54.

Таблица 3.

Сравнительные характеристики активов и портфеля

Портфель	Доля А x_A	Доля В x_B	Ожидаемая доходность $E(R_p)$	Стандартное отклонение σ_{A+B}
1 (А)	1,00	0,00	12,00%	20,00%
2	0,90	0,10	12,80%	17,64%
3	0,76	0,24	13,93%	16,27%
4	0,50	0,50	16,00%	20,49%
5	0,25	0,75	18,00%	29,41%
6 (В)	0,00	1,00	20,00%	40,00%

Постепенно снижая долю актива А и повышая долю актива В, мы будем увеличивать доходность и снижать риск портфеля. Однако после достижения определенного соотношения между активами риск начнет повышаться. В нашем случае, минимальное значение риска портфеля (16,27%) достигается в случае, когда доля актива А составляет 76%, а доля актива В равна соответственно 24%. Таким образом, мы видим, что при наличии отрицательной корреляции между двумя активами, существует портфель из комбинации этих активов, риск которого ниже, чем риск отдельно взятого из этих активов (случай 3 в таблице 3 и точка 3 на рисунке 2).

В случае с выбором оптимального портфеля из 2-х активов можно найти оптимальное соотношение между активами портфеля в явном виде. Это достигается путем замены в формуле (5): $x_B = 1 - x_A$, и приравниванием к нулю первой производной по x_A правой части этой формулы.

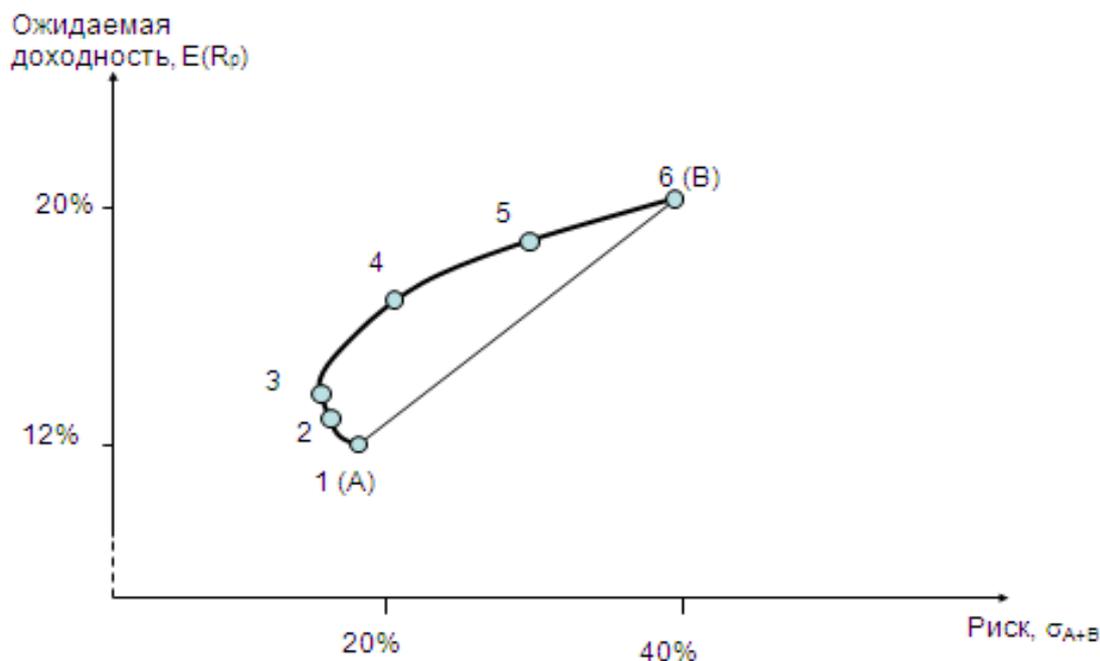


Рисунок 2. Зависимость доходности портфеля от уровня риска

В результате получим для доли актива А:

$$x_A = \frac{\sigma_B^2 - \sigma_A \cdot \sigma_B \cdot \rho_{AB}}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2\sigma_A \cdot \sigma_B \cdot \rho_{AB}} = 0,76 \quad (6).$$

В случае, если портфель состоит из большего чем 2 количества активов, аналитические расчеты сильно усложняются, однако компьютерное моделирование часто позволяет без труда найти требуемые параметры инвестиционного портфеля (например, модуль «Поиск решения» в пакете прикладных программ MicrosoftExcel).

4. Стратегии формирования инвестиционных портфелей в современных рыночных условиях

Определение целей финансового инвестирования и типа инвестиционного портфеля, реализующего избранную инвестиционную стратегию, позволяет перейти к формированию инвестиционного портфеля путем включения в него соответствующих активов. Эффективность этого формирования связана с использованием современной портфельной теории,

за разработку отдельных положений которой ряд ученых, а именно упоминавшиеся выше Г.Марковиц, Д.Тобин, У.Шарп и др., были удостоены Нобелевской премии в различные годы.⁹

Портфельная теория представляет собой основанный на статистических методах механизм оптимизации формируемого инвестиционного портфеля по задаваемым критериям соотношения уровня его прибыльности и риска. В основе современной портфельной теории лежит концепция «эффективного портфеля», формирование которого призвано обеспечить наивысший уровень его доходности при заданном уровне риска, или наименьший уровень его риска при заданном уровне доходности.

Алгоритм реализации современной портфельной теории состоит из нескольких этапов, базирующихся на следующих принципах (см. рисунок. 3).

Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии определяет соответствующую корреляцию целей инвестиционной стратегии организации с целями формирования инвестиционного портфеля. Необходимость такой корреляции вызывается преемственностью долгосрочного и среднесрочного планирования инвестиционной деятельности организации.

Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам – определяет увязку общей капиталоемкости отбираемых в портфель объектов с объемом инвестиционных ресурсов, сформированных с учетом обеспечения финансовой устойчивости и оптимизированной структуры их источников. Реализация этого принципа определяет ограниченность отбираемых объектов рамками возможного объема их финансирования.

⁹ Алиев А.Т., Сомик К.В. Управление инвестиционным портфелем: Учебное пособие. Дашков и К, 2013. с. 45.



Рисунок 3. Принципы реализации портфельной стратегии

Принцип оптимизации соотношения доходности и риска определяет пропорции между этими показателями исходя из конкретных приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. Такая оптимизация должна обеспечиваться по каждому из видов активов и по инвестиционному портфелю в целом. Реализация этого принципа обеспечивается путем соответствующей диверсификации объектов инвестирования.

Принцип оптимизации соотношения доходности и ликвидности также определяет необходимые пропорции между этими показателями исходя из приоритетных целей формирования инвестиционного портфеля. Эта оптимизация должна учитывать также обеспечение финансовой устойчивости и текущей платежеспособности организации.

Принцип обеспечения управляемости портфелем определяет ограниченность отбираемых инвестиционных проектов возможностями их реализации в рамках кадрового потенциала организации и соответственно отбираемых пакетов объектов финансового инвестирования возможностями систематически отслеживать их курс и оперативно осуществлять необходимое реинвестирование средств.

Привлекательность портфельного инвестирования состоит в том, что оно позволяет планировать, оценивать, контролировать конечные результаты всей инвестиционной деятельности в различных секторах инвестиционного рынка. Основная задача портфельного инвестирования состоит в улучшении условий инвестирования, придав совокупности объектов инвестирования такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятого объекта и возможны только при их комбинировании.

Инвестиционный портфель является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается требуемая устойчивость при минимальном риске. Другим преимуществом портфельного инвестирования является возможность выбора портфеля для решения специфических инвестиционных задач. Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с инвестиционной политикой.¹⁰

В большинстве организаций единственным видом финансовых инструментов инвестирования являются ценные бумаги, поэтому понятие «инвестиционный портфель» отождествляется с понятием «фондовый портфель» (или портфель ценных бумаг).

Главной целью формирования инвестиционного портфеля организации является обеспечение реализации основных направлений политики финансового инвестирования организации путем подбора наиболее доходных и безопасных финансовых инструментов. С учетом этой цели строится система конкретных локальных целей формирования инвестиционного портфеля:¹¹

- обеспечение высокого уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде;

¹⁰ Абрютин М.С. Экономика предприятия. Учебник. М.: Дело и сервис, 2010. С. 35.

¹¹ Беликов И. Новые инвестиционные ориентиры (рейтинги корпоративного управления) // Рынок ценных бумаг. 2000. - № 17. С. 55.

- обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в предстоящей долгосрочной перспективе;
- обеспечение минимизации уровня инвестиционных рисков, связанных с инвестированием;
- обеспечение необходимой ликвидности инвестиционного портфеля.

Перечисленные конкретные цели инвестиционного портфеля в значительной степени являются альтернативными. Обеспечение высоких темпов прироста инвестируемого капитала в долгосрочной перспективе в определенной степени достигается за счет существенного снижения уровня формирования инвестиционного дохода в текущем периоде, и наоборот. Темпы прироста инвестируемого капитала и уровень формирования текущего инвестиционного дохода находятся в прямой связи с уровнем инвестиционных рисков.

5. Анализ эффективности инвестиционных портфелей компаний в экономически развитых странах

В странах с развитыми финансовыми рынками преобладает в целом активный подход к управлению портфелем ценных бумаг, который содержит большую спекулятивную составляющую и характеризуется не только игрой (спекуляцией) на будущих ценах и процентных ставках, но также и и предоставлением дилерских услуг и постоянных котировок цен покупателя и продавца. Органы надзора в большинстве таких стран неодобрительно относятся к спекулятивной торговле банка ценными бумагами, из-за чего много инвестиционных менеджеров, особенно в небольших учреждениях, отдадут предпочтение пассивному портфелю.

Вмешательство органов регулирования - это не единая преграда для применения активной инвестиционной политики. Много фирм в развитых странах, сталкиваются с проблемами недостаточного количества опытных менеджеров и даже недостатком налаженных рынков ценных бумаг. В

результате для большинства небольших фирм пассивная инвестиционная политика становится единственно доступной. Большие международные и региональные предприятия, наоборот, придерживаются активной политики и, несмотря на регулятивные ограничения, время от времени играют на будущих изменениях ставок и курсов ценных бумаг.

С точки зрения задач, которые возникают перед менеджментом в процессе формирования портфеля ценных бумаг, выделяют несколько типов портфелей (рисунок 4).

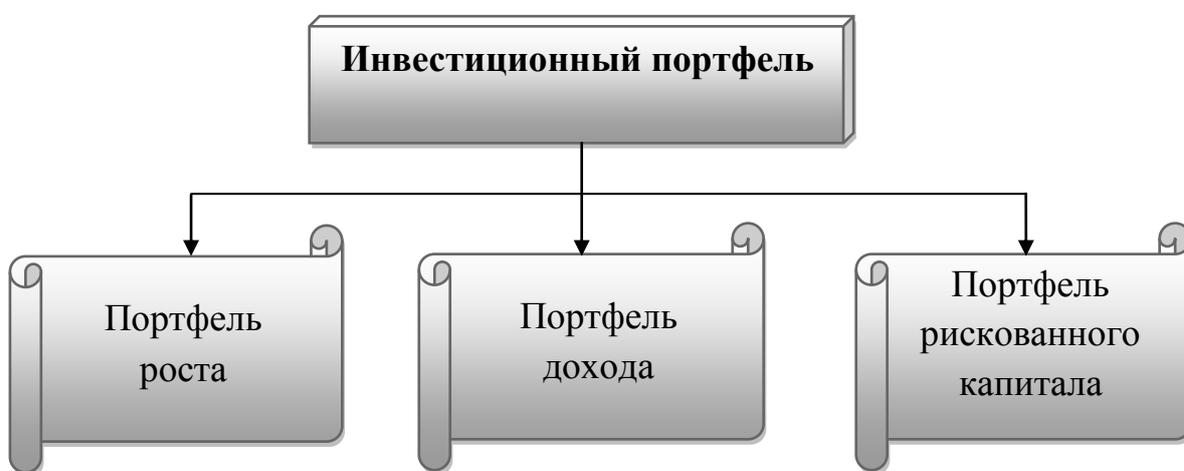


Рисунок 4. Типы инвестиционных портфелей по задачам

1. Портфель роста ориентирован на приобретение ценных бумаг, рыночная стоимость которых быстро возрастает. Цель создания такого портфеля заключается в наращивании капитала инвесторов. Поэтому значительная часть прибылей направляется на пополнение капитала, а проценты, доходы, дивиденды выплачиваются владельцам в небольшом размере или вообще не выплачиваются. В состав такого портфеля включают, прежде всего, акции; приватизационные бумаги; бумаги, которые удостоверяют право собственности на пае; другие ценные бумаги с заранее неопределенным доходом.

2. Портфель дохода служит для получения высоких текущих поступлений: рентных платежей, процентных выплат, дивидендов. Для такого портфеля отношения стабильно получаемого дохода к рыночной

стоимости ценных бумаг, которые входят в его состав, выше среднерыночного значения. Соответственно рыночная стоимость такого портфеля возрастает медленно. Портфель дохода формируется большей частью из сберегательных сертификатов, облигаций, привилегированных акций, казначейских обязательств.

3. Портфель рискованного капитала состоит преимущественно из ценных бумаг и паев молодых компаний, которые проводят на рынке агрессивную стратегию быстрого расширения. Формирование такого портфеля имеет целью получения сверхприбылей за счет приобретения акций, приватизационных бумаг, векселей в момент, когда они резко недооценены на рынке. В состав такого портфеля могут входить деривативы, операции с которыми проводятся для получения спекулятивных прибылей за счет благоприятных изменений в их цене. В сущности, это спекулятивный портфель, который формируется для перепродажи ценных бумаг, едва лишь рыночные цены на них начнут возрастать. Такой портфель характеризуется высоким уровнем риска и может причинять значительные убытки, ведь по статистике около 80 % молодых компаний банкротятся, а проведение спекулятивных операций на фондовых и фьючерсных биржах приводило к банкротству даже большие банки.

На соображения по уровню принятия риска (а значит эффективности оптимизации) инвестиционного портфеля компаний на развитых фондовых рынках оказывает склонность (толерантность) к риску. Одним из таких инструментов является модель ценообразования капитальных активов (Capital Asset Pricing Model - CAPM).

Модель CAPM - экономическая модель для оценки акций, ценных бумаг, деривативов и/или активов путем соотношения риска и ожидаемого дохода. CAPM основывается на той идее, что инвесторы требуют дополнительный ожидаемый доход (рисковую премию), если их просят взять на себя дополнительный риск.

САРМ была разработана Трейнором (Treynor, 1961), Шарпом (Sharpe, 1964) и Линтнером (Lintner 1965). Введя понятия систематического и специфического риска, она расширила теорию портфельного выбора (portfolio theory). В 1990, William Sharpe стал лауреатом Нобелевской премии по экономике, «за его вклад в теорию ценообразования финансовых средств, так называемую Capital Asset Pricing Model (Модель оценки финансовых активов) (САРМ).»¹²

Модель САРМ утверждает, что ожидаемый доход, который потребуют инвесторы равен: ставке по безрисковой ценной бумаге плюс рисковая премия. Если ожидаемый доход не равен или выше, чем требуемая доходность, то инвесторы откажутся инвестировать, и инвестиции не будут сделаны.

Согласно САРМ, рынок компенсирует инвесторов за принятие систематического риска, но не за принятие специфического риска. Это потому, что специфический риск можно диверсифицировать. Когда инвестор держит рыночный портфель, каждый индивидуальный актив в портфеле подвержен специфическому риску. Но посредством диверсификации, чистая подверженность инвестора риску составляет лишь систематический риск рыночного портфеля.

Формула САРМ является следующей:

$$r_i = r_f + \beta_i(R_M - r_f) \quad (7)$$

где:

r_i - норма ожидаемого дохода по ценной бумаге i ;

r_f - ставка «безрисковой» инвестиции;

R_M – компонент доходности, вызванный движениями рынка в целом

¹² САРМ - Capital Asset Pricing Model (Модель оценки финансовых активов) – Режим доступа: <http://www.hrportal.ru/varticle/capm-capital-asset-pricing-model-model-ocenki-finansovyh-aktivov>

β_i - чувствительность доходности ценной бумаги к систематическому (рыночному) фактору (если она больше 1, то ценная бумага является более рискованной по отношению к среднерыночному показателю, и наоборот.).

Следствием CAPM является то, что инвестирование в индивидуальные акции бесполезно, потому что можно дублировать параметры доходности и риска любой ценной бумаги, просто используя правильное соотношение денежных средств с соответствующим типом активов. Вот почему преданные последователи CAPM избегают ценных бумаг, и вместо строят портфели просто из дешевых индексных фондов.¹³

Модель оценки финансовых активов является моделью при прочих равных условиях. Она действительна только в пределах определенной совокупности предположений.¹⁴

Инвесторы - это люди, нерасположенные к риску, которые максимизируют ожидаемую полезность своего благосостояния на конец периода, то есть это – однопериодная модель

- Инвесторы имеют однородные ожидания (убеждения) о прибылях актива, поэтому они воспринимают идентичные допустимые множества, что означает, что все имеют одинаковую информацию на определенный момент времени.

- Прибыли актива распределены согласно нормальному распределению. Существуют безрисковые активы, и инвесторы могут занять или одолжить неограниченное количество этого актива по постоянной безрисковой ставке. Существует также определенное количество активов, и их количество зафиксировано в рамках одного периода. Все активы совершенно делимы и оцениваются в совершенной конкурентной среде.

¹³ Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание. : Пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2002. С. 63.

¹⁴ Аскинадзи В.М. Инвестиционный анализ / Московский государственный университет экономики, статистики и информатики. – М., 2008. – с.23.

- Рынки функционируют без отклонений, и информация ничего не стоит и одновременно доступна всем инвесторам, в связи с чем предполагается, что ставка на заемный капитал приравнивается к ссудному проценту, а также отсутствуют несовершенства рынка такие как: налоги, регулирование или ограничения по короткой продаже.

Обычно, все предположения, упомянутые выше, недействительны и невыполнимы. Однако, CAPM, так или иначе, остается одной из наиболее используемых инвестиционных моделей для определения риска и доходности на фондовых рынках развитых стран.

6. Практика формирования инвестиционного портфеля в коммерческих банках Республики Узбекистан

Коммерческие банки Узбекистана являются активными участниками в инвестиционной сфере страны. На их долю приходится большая часть вложений в ценных бумагах, также они являются основными кредиторами субъектов реального сектора экономики. Структура инвестиционного портфеля коммерческих банков ограничена из-за недостаточной развитости рынков капитала, альтернативных кредитному рынку. Также портфель формируется исходя из направления основной деятельности банка. Рассмотрим практику формирования инвестиционного портфеля на примере Открытого Акционерного Коммерческого Банка «Узбекский Промышленно-Строительный Банк» (ОАКБ «Узпромстройбанк»).

Приоритетным направлением деятельности банка остается такое направление работы как проектное финансирование. Работа с инвестиционными проектами требует от банковских специалистов не только профессиональных знаний и тщательных расчетов, но и большого терпения.¹⁵

Во исполнение поставленных Президентом Республики Узбекистан И.А. Каримовым задач и программных установок, направленных на усиление

¹⁵ <http://www.uzpsb.uz/>

роли коммерческих банков в активизации инвестиционных процессов в реальном секторе экономики, углублении проводимых экономических реформ, ОАКБ «Узпромстройбанк» продолжает активную работу в области финансирования проектов реального сектора экономики, поддержки малого бизнеса и частного предпринимательства как в национальной, так и в иностранной валюте. Особое внимание уделяется проектам, предполагающим выпуск конкурентоспособной, импортозамещающей и экспортоориентированной продукции, а также проектам, направленным на техническое, технологическое перевооружение и модернизацию производства в базовых отраслях экономики Узбекистана.

По итогам 2013 года ОАКБ «Узпромстройбанк» вновь подтвердил свою репутацию надежного партнера предприятий реального сектора экономики. За этот год период банком было выделено инвестиционных кредитов в размере 1060 млрд. сум. (рисунки 5 и 6).

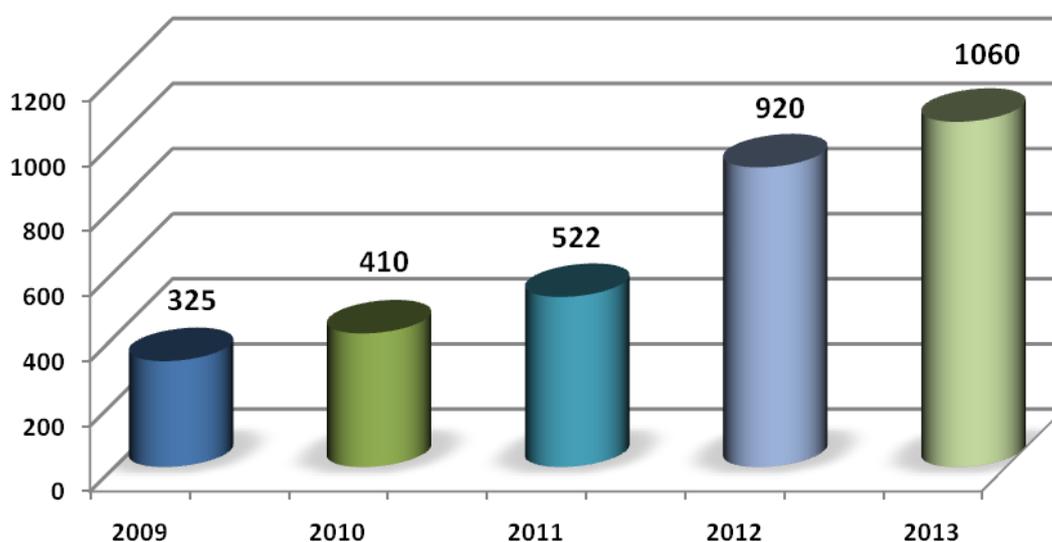


Рисунок 5. Выделение инвестиционных кредитов за 2009-2013 годы (млрд. сум)¹⁶

Динамика роста выделения инвестиционных кредитов за последние 5 лет показала их увеличение в 3 раза.

¹⁶ <http://www.uzpsb.uz/>



Рисунок 6. Динамика инвестиционных кредитов за 2009-2013 годы (млрд. сум)¹⁷

Финансирование данных инвестиционных проектов осуществлялось за счет средств иностранных банков и Фонда Реконструкции и Развития Республики Узбекистан (ФРР), а также за счет собственных средств банка (рисунок 7).

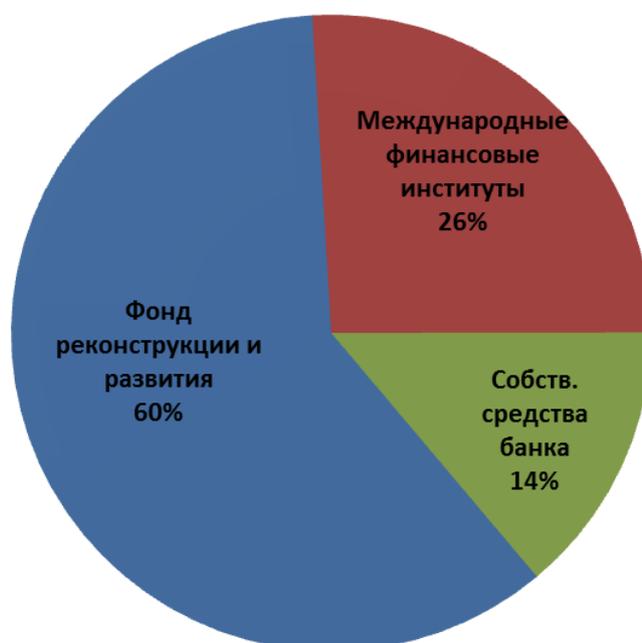


Рисунок 7. Доля инвестиционных кредитов ОАКБ «Узпромстройбанк» по источникам по состоянию на 31.12.2013¹⁸

¹⁷ Там же.

¹⁸ <http://www.uzpsb.uz/>

В течение 2013 года банком выделены инвестиционные кредиты в объеме 424 млн. долл. США для финансирования экономически и социально значимых для страны стратегических инвестиционных проектов НХК «Узбекнефтегаз», ГАК «Узбекэнерго», ГАК «Узкимёсаноат» (рисунок 8).

Во исполнение Постановления Президента Республики Узбекистана 28 июля 2009 г. №ПП-1166 «О дополнительных мерах по стимулированию увеличения доли долгосрочных кредитов коммерческих банков, направляемых на финансирование инвестиционных проектов» из общей суммы выданных долгосрочных кредитов в национальной валюте на финансирование инвестиционных проектов направленно 292,7 млрд. сум.

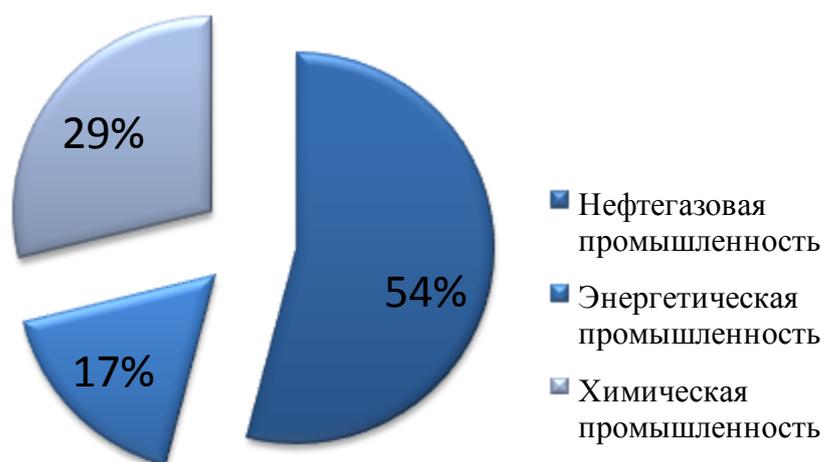


Рисунок 8. Портфель инвестиций в базовые отрасли экономики за 2013 г.

В 2013 году ОАКБ «Узпромстройбанк» в рамках утвержденного Премьер-министром Республики Узбекистан протокольного решения Кабинета министров Республики Узбекистан от 13.08.2013г. №01-02-70-73 «Об организации новых современных предприятий для производства продукции легкой промышленности и модернизации существующих производств в регионах» продолжил оказывать поддержку предприятиям легкой промышленности. Так, за отчетный период в рамках данной

программы банком было выделено кредитов на общую сумму эквивалентную 20,0 млн. долл. США.

Вместе с тем, в 2013 году для поддержки отечественных производителей и увеличения объемов производства и экспорта текстильной продукции были предоставлены гарантии предприятиям ГАК «Узбекенгилсаноат» для закупки хлопковолокна на сумму 34 млн. долл. США.

Во исполнение важнейших направлений и приоритетов экономической программы на 2013 год, утвержденных Президентом Республики Узбекистан, Банком осуществлен ряд мероприятий по восстановлению производственной мощности, диверсификации производства, модернизации, техническому и технологическому перевооружению предприятий, созданных на базе имущества предприятий-банкротов.

Таким образом, за период с 2011 по 2013 годы, из 15 предприятий-банкротов, принятых на баланс банка было создано 9 новых предприятий. Из них полностью восстановлены производственные циклы на 7 предприятиях. По состоянию на 01.01.2014 год реализованы стратегическим инвесторам предприятия с новыми производствами: по производству кровельных материалов, хлопковой пряжи, строительно-монтажных работ, жжёного кирпича, железобетонных плит и конструкций.

Предприятие по производству хлопчато-бумажной пряжи находится на стадии проведения оценочных работ для дальнейшей его реализации потенциальным инвесторам.

На предприятиях с восстановленной производственной деятельностью, произведено продукции на сумму 97,34 млрд. сум, в том числе на экспорт 23,17 млн. долл. США, а также создано 1422 рабочих мест.

7. Основные направления формирования инвестиционного портфеля коммерческих банков Республики Узбекистан

Хотя подверженность банковского сектора республики глобальным рискам ограничена, данный сектор остается в значительной мере неэффективным в усилении финансового посредничества. Банки Узбекистана имеют ограниченные связи с иностранными банками (около 6 процентов общей суммы обязательств в 2010–2013 гг.) и потому не накопили таких проблемных активов, которые вызвали ухудшение банковских балансовых отчетов в других странах. Более того, устойчивый экономический рост и значительные капитальные вливания со стороны правительства после глобального кризиса повысили их устойчивость к экономическим потрясениям.

Банковский сектор доминирует в финансовом секторе, обладая приблизительно 95 процентами активов финансового сектора. Коэффициент достаточности капитала в банковском секторе составлял 24,3 процента в 2011 и 2012 гг., по сравнению с 23,4 процента в 2010 г. Отношение кредитов к депозитам в 2013 г. составляло 101 процент в 2012 г., по сравнению со 126 процентами в 2008 г. Однако при том, что кредиты частному сектору в половину меньше отмеченных в других странах с переходной экономикой, данный сектор не способен обеспечить достаточное финансирование экономики, включая сектор МСП.

Слабым местом банковского сектора является затянувшееся лидирующее положение государственных на рынке банковских услуг, которые обладают 50 процентами всех банковских активов. Концентрация и качество банковских активов продолжают вызывать серьезную озабоченность, также как и продолжающееся получение сектором прямого государственного финансирования.

Уровень проблемных кредитов кажется заниженным. В то время как согласно официальной статистике проблемные кредиты в 2011–2012 гг. составляли менее 1,0 процента от всей суммы выданных кредитов, согласно отчету агентства Moody's фактический уровень проблемных кредитов приближается к 15 процентам. Несмотря на это, в отчете агентства Moody's делается заключение, что банковская система Узбекистана стабильна и резервы капитала статочны для оплаты ожидаемых убытков по кредитам.

«Стабильный» прогноз обусловлен высокими темпами экономического роста Узбекистана, которые сопровождаются значительными объемами инвестиций, направляемых правительством через крупнейшие банки в экономику страны. К факторам, положительно влияющим на прогноз, также относятся высокие доходы узбекских банков, обеспечивающие капитал для финансирования роста кредитования. Кроме того, опережающие показатели качества активов, используемые агентством Moody's, предполагают сохранение доли проблемных кредитов в портфелях банков на стабильном уровне.

На протяжении вот уже десяти лет ежегодный рост экономики Узбекистана превышает 6%, при этом, по прогнозам Международного валютного фонда (МВФ), в 2014 году рост ВВП страны составит 7,0%. Рейтинговое агентство подчеркивает, что темпы экономического роста в Узбекистане демонстрировали значительно меньшую волатильность, нежели в других странах СНГ, поскольку структура экспорта Узбекистана является относительно диверсифицированной и доходы от экспорта направляются правительством на финансирование государственных инвестиций.

Агентство Moody's отмечает, что стабильные цены на сырьевые ресурсы Узбекистана (хлопок, природный газ, зерно), служащие для

агентства опережающими показателями, предполагают стабильную динамику качества активов узбекских банков, и, учитывая отмечавшиеся в прошлом корреляции, тенденции в области капитальных инвестиций также дают основания полагать, что качество активов останется на хорошем уровне. Рейтинговое агентство считает, что в течение ближайших 12-18 месяцев доля проблемных кредитов в среднем по сектору останется на уровне 6%-7% от общего объема выданных кредитов. Однако резервы на возможные потери по ссудам, сформированные узбекскими банками (по МСФО), обычно покрывают только около 50% проблемных кредитов, что Moody's считает недостаточным.

В соответствии с базовым сценарием агентства Moody's рост кредитования на 20% в год наряду с более консервативной политикой в области резервирования в течение периода 12-18 месяцев может привести к снижению общего коэффициента достаточности капитала рейтингуемых Moody's банков с 13,9% (на конец 2013 года) до 11,6% (для целей сценарного анализа достаточность капитала рассчитана в соответствии с требованиями Базель I). И хотя при таком снижении достаточность капитала узбекских банков остается на приемлемом уровне, агентство Moody's полагает, что для сохранения текущего коэффициента достаточности капитала в условиях роста кредитования в 2014-2015 годах банки Узбекистана, имеющие рейтинг Moody's, в сумме должны будут дополнительно привлечь новый капитал в размере 250 млн. долларов США.

В течение прогнозного периода, составляющего 12-18 месяцев, узбекские банки будут подвержены рискам, связанным с быстрым ростом кредитования, что, в свою очередь, приведет к снижению уровня капитала в банковской системе. Кроме того, банковская система Узбекистана чувствительна к структурным недостаткам, таким как низкий уровень

развития корпоративного управления и высокая степень вмешательства государства в деятельность банков и их ценовую политику.

Узбекские банки также характеризуются высоким уровнем концентрации кредитных портфелей на крупных заемщиках и краткосрочным характером базы фондирования, большую часть которой составляют счета корпоративных клиентов.

Уровень операционных доходов узбекских банков один из самых высоких среди банков стран СНГ. Этому способствует высокий уровень комиссионного дохода, составляющего около 40% в общем объеме операционных доходов. Агентство Moody's ожидает, что в течение прогнозного периода, благодаря высоким темпам роста экономики, прибыльность узбекских банков останется на стабильном уровне, при этом рентабельность средних активов останется на уровне приблизительно 1,5%, а рентабельность среднего капитала составит от 13% до 15%.

Агентство Moody's ожидает, что показатели ликвидности узбекских банков в течение прогнозного периода также останутся на стабильном уровне. Доля ликвидных активов, представленных, главным образом, денежными средствами на счетах в центральном банке, на конец 2013 года составляла более 30% от общего объема банковских активов. Высокий показатель отношения кредитов к депозитам, составлявший на конец 2013 года 140%, отражает особенности структуры фондирования банков Узбекистана: денежные средства на счетах корпоративных и розничных клиентов на конец 2013 года составляли всего около 60% базы фондирования банковского сектора, тогда как стабильное финансирование из государственных источников достигало 20%, а от международных финансовых институтов - около 10%.

Компонент системной поддержки в рейтингах узбекских банков остается невысоким, что отражает историю оказания такой поддержки правительством: поддержка не всегда предоставлялась своевременно и в достаточном объеме и выражалась, главным образом, в поддержке ликвидностью. Если же банки нуждались в дополнительном капитале, правительство было готово скорее пойти на регулятивные послабления, чем предоставить банкам дополнительный капитал.

8. Перспективы развития методов формирования банковского инвестиционного портфеля

Одним из направлений развития возможностей оптимизации инвестиционных портфелей коммерческих банков нашей республики является совершенствование рынка рейтинговых услуг.

Самым первым рейтингом, присвоенным в Узбекистане был рейтинг коммерческих банков, разработанный по методике Рейтингового агентства «Ahbor-Reyting» в 1997 г. Рейтинговое агентство «Ahbor-Reyting» - первое рейтинговое агентство Узбекистана, созданное во исполнение Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № 427 от 09.11.1995г. для оказания рейтинговых услуг коммерческим банкам, страховым и лизинговым компаниям, эмитентам корпоративных ценных бумаг, кредитным союзам, микрокредитным и другим организациям.¹⁹

В декабре 2005г. Рейтинговое агентство «Ahbor-Reyting» стало первым в Центральной Азии участником Ассоциации кредитных рейтинговых агентств Азии (Association of Credit Rating Agencies in Asia - ACRAA) и в настоящее время активно сотрудничает с ведущими международными рейтинговыми агентствами стран Азии, Европы, Америки и СНГ.

¹⁹ <http://www.ahbor.uz/>

Рейтинговое агентство «Ahbor-Reyting» предоставляет широкий спектр услуг, включая кредитные рейтинги, финансовый, управленческий и стратегический консалтинг, исследования по макроэкономике и сегментам финансового рынка, а также выполняет различные информационно-аналитические работы по различным другим отраслям экономики.

Присвоение национального рейтинга и последующий мониторинг присвоенного рейтинга осуществляется в рамках разработанных агентством «Ahbor-Reyting» процедур и методических рекомендаций Центрального банка и Ассоциации банков Узбекистана, а также Министерства Финансов Республики Узбекистан по проведению мониторинга и определению рейтинговой оценки.

Все применяемые агентством «Ahbor-Reyting» процедуры и методики рейтинга разработаны при содействии Ассоциации кредитных рейтинговых агентств Азии (АСРАА) и основаны на применении лучшей международной практики. Методологическая база Рейтингового агентства «Ahbor-Reyting», охватывает банковский, страховой, лизинговый и инвестиционный и другие сектора экономики. В целях успешного решения поставленных задач агентство «Ahbor-Reyting» активно развивает линию институциональных и продуктовых рейтингов, способствует улучшению системы раскрытия информации, проводит комплексные рейтинговые исследования на рынке финансовых услуг Узбекистана.²⁰

Информация о рейтингах банков, страховых и лизинговых компаний, эмитентов ценных бумаг, кредитных союзов, микрокредитных и др. организаций широко освещается в ведущих республиканских печатных изданиях «Народное слово», «Биржа», «Банковские ведомости», «Бизнес-вестник Востока», «Uzbekistan Today» и на информационных веб-сайтах

²⁰ <http://www.ahbor.uz/>

(www.ahbor.uz) РА «Ahbor-Reyting» и его отечественных и зарубежных партнеров.

Примером конкретного рейтинга коммерческого банка, присвоенного рейтинговыми агентствами, может служить оценка Открытого Акционерного коммерческого Банка (ОАКБ) «Узпромстройбанк».

Таблица 4.

Рейтинги ОАКБ «Узпромстройбанк»

Месяц, год	РА «Ahbor-Reyting»		Fitch Ratings		Standard & Poor's, Долгосрочный / Краткосрочный	
	Рейтинг	Прогноз	Рейтинг	Прогноз	Рейтинг	Прогноз
Декабрь, 2010	-	-	«B»	Стабильный	-	-
Февраль, 2011	«UzA+»	Стабильный	-	-	-	-
Апрель, 2011	«UzA+»	Стабильный	-	-	-	-
Май, 2011	-	-	-	-	«B+ / B»	Стабильный
Июнь, 2011	-	-	«B»	Стабильный		
Декабрь, 2011	-	-	«B»	Стабильный	«B+ / B»	Стабильный
Май, 2012	«UzA+»	Стабильный	-	-	-	-
Июль, 2012	-	-	-	-	«B+ / B»	Стабильный
Август, 2012	-	-	«B»	Стабильный	-	-
Ноябрь, 2012	«UzA+»	Стабильный	-	-	-	-
Февраль, 2013	«UzA+»	Стабильный	-	-	-	-
Апрель, 2013	«UzA+»	Позитивный	-	-	-	-
Июнь, 2013	«UzA+»	Позитивный	-	-	-	-
Январь, 2014	«UzA+»	Позитивный	-	-	-	-
Март, 2014	-	-	«B»	Стабильный	«B+ / B»	Стабильный

Согласно градации рейтинговой шкалы РА «Ahbor-Reyting» рейтинг «UzA+» означает следующее: «очень высокий уровень кредитоспособности банка, отражающий очень низкий уровень кредитного риска в его деятельности. Банк-обладатель рейтинга «UzA+» характеризуется очень высоким потенциалом для своевременного и полного выполнения своих финансовых обязательств перед кредиторами, депозиторами и инвесторами.»

Отметим, что самый высокий рейтинг кредитоспособности по методике РА «Ahbor-Reyting» рейтинг имеет вид «UzA++».

Зарубежные агентства более сдержанны в рейтингах и присвоили рейтинг «В», который согласно их градации свидетельствует о том, что «в настоящее время банк может погашать обязательства, но существует большой риск неплатежа. Неблагоприятные экономические, деловые или финансовые обстоятельства могут ослабить способность или готовность погашать обязательства. Это – рейтинг спекулятивного класса.

Однако, как уже упоминалось выше, кредитный рейтинг – это всего лишь мнение рейтингового агентства, в связи с чем оценки разных агентств могут заметно отличаться друг от друга. Одной из причин различия оценок должен быть неодинаковый доступ к необходимой информации. Последнее и определяется уровнем транспарентности организации.

Банки активно участвуют в восстановлении несостоятельных предприятий нашей республики. За период 2009-2013 годы на балансы коммерческих банков передано 172 нерентабельных предприятия, из которых 112 уже восстановили производственную деятельность и реализованы новым собственникам. Из оставшихся на балансе банков предприятий на 43 восстановлена производственная деятельность, на 17 - ведутся работы по восстановлению производства. На осуществление модернизации и восстановление производственной деятельности этих предприятий направлены инвестиции в размере 316 миллиардов сумов, в результате чего создано свыше 9 тысяч рабочих мест.

Вместе с тем на сегодня всего более 140 предприятий, из них 67 крупных предприятий, являются убыточными, 10 из которых – в сфере промышленного производства, в том числе в отрасли сельскохозяйственного машиностроения, химической, электротехнической и фармацевтической

промышленности. Поэтому в перспективах оптимизации собственных инвестиционных вложений коммерческим банкам необходимо учитывать прошлый опыт инвестиций в такие предприятия.

Фондовый рынок Узбекистана продолжает развиваться, и в условиях ускорения изменений рыночной конъюнктуры перспективным является применение инструментария технического анализа. Технический анализ фьючерса и биржи – способ прогнозирования цен на будущее с помощью анализа изменения цен в прошлом. В основе анализа залегает изучение временных рядов цен – «чартов». Также во внимание принимают информацию об объемах торгов и прочие статистические данные. Преимущественно данный вид анализа используется для изучения цен, которые изменяются свободно, к примеру, в условиях биржевых торгов. Существует несколько видов технического анализа на фондовом рынке и торгах Forex.

Пока в ближайшей перспективе коммерческие банки Узбекистан не смогут использовать в полной мере потенциал инструментов развитых фондовых рынков, таких как, например, производные инструменты (фьючерсы, опционы и т.д.). Поэтому им необходимо проводить предварительную подготовительную работу по организации обучения работников по этому направлению.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью любого инвестора является составление такого портфеля ценных бумаг, который давал бы максимально возможную отдачу с минимально допустимым риском. Это достигается путем диверсификации через формирование инвестиционного портфеля. Инвестиционный портфель представляет собой целенаправленно сформированную совокупность финансовых инструментов, предназначенных для осуществления финансового инвестирования в соответствии с инвестиционной политикой. Эффективный портфель – это портфель, который обеспечивает минимальный риск при заданной величине его ожидаемой доходности или максимальную отдачу при заданном уровне риска.

На риск портфеля основное влияние оказывает степень корреляции доходностей входящих в портфель ценных бумаг: чем ниже уровень корреляции, то есть чем ближе коэффициент корреляции приближается к (-1), тем ниже риск портфеля, и путем диверсификации инвестор способен снизить уровень риска портфеля, не изменяя при этом его ожидаемой доходности.

Алгоритм реализации современной портфельной теории состоит из нескольких этапов, базирующихся на следующих принципах:

- Принцип обеспечения реализации инвестиционной стратегии;
- Принцип обеспечения соответствия портфеля инвестиционным ресурсам;
- Принцип оптимизации соотношения доходности и риска.

С точки зрения задач, которые возникают перед менеджментом в процессе формирования банковского портфеля ценных бумаг, выделяют несколько типов портфелей:

- Портфель роста;
- Портфель дохода;
- Портфель рискованного капитала.

На соображения по уровню принятия риска (а значит эффективности оптимизации) инвестиционного портфеля компаний на развитых фондовых рынках оказывает склонность (толерантность) к риску. Одним из таких инструментов является модель ценообразования капитальных активов (Capital Asset Pricing Model - CAPM).

Структура инвестиционного портфеля коммерческих банков ограничена из-за недостаточной развитости рынков капитала, альтернативных кредитному рынку. Также портфель формируется исходя из направления основной деятельности банка. Отечественные банки также характеризуются высоким уровнем концентрации кредитных портфелей на крупных заемщиках и краткосрочным характером базы фондирования, большую часть которой составляют счета корпоративных клиентов.

Одним из направлений развития возможностей оптимизации инвестиционных портфелей коммерческих банков нашей республики является совершенствование рынка рейтинговых услуг.

Также, в перспективах оптимизации собственных инвестиционных вложений коммерческим банкам необходимо учитывать прошлый опыт инвестиций в предприятия со слабым финансовым положением.

Фондовый рынок Узбекистана продолжает развиваться, и в условиях ускорения изменений рыночной конъюнктуры перспективным является применение инструментария технического анализа.

Коммерческие банки Узбекистан пока не имеют возможности использовать в полной мере потенциал инструментов развитых фондовых рынков, в связи с чем им необходимо проводить предварительную подготовительную работу по организации обучения работников по этому направлению.

Согласно отчетам Всемирного банка, реформы финансового сектора критически важны для устойчивого экономического роста. В то время как программа реформ очень важна, основными ключевыми задачами являются

необходимость ослабления и устранения ограничений на наличные и валютные операции и прекращение практики прямого целевого кредитования. При отсутствии таких реформ, другие меры (улучшение надзора, управление рисками, кредитная инфраструктура, небанковские финансовые институты) не приведут к желаемому результату, а банковский сектор не будет способен оказывать эффективное посредничество и поддержку экономической деятельности и может быть подвержен отрицательному воздействию в случае более значительных экономических потрясений.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Конституция Республики Узбекистан – Т.: «Адолат», 2012.
2. Закон Республики Узбекистан № 719-І от 24.12.1998 г. «Об инвестиционной деятельности»
3. Закон Республики Узбекистан № 216-1 от 25.04.1996 г. «О банках и банковской деятельности».
4. Постановление Президента Республики Узбекистан «О приоритетных направлениях дальнейшего реформирования и повышения устойчивости финансово-банковской системы Республики в 2011-2015 годах и достижения высоких международных рейтинговых показателей» № ПП-1438.
5. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «О мерах по реализации комплексной программы развития банковской системы Узбекистана» от 9 ноября 1995 г., № 427.
6. «2014 год станет годом развития страны высокими темпами, мобилизации всех возможностей, последовательного продолжения оправдавшей себя стратегии реформ». Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития в 2013 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2014 год. 18.01.2014.
7. CAPM - Capital Asset Pricing Model (Модель оценки финансовых активов) – Режим доступа: <http://www.hr-portal.ru/varticle/capm-capital-asset-pricing-model-model-ocenki-finansovyh-aktivov>.
8. Абрютин М.С. Экономика предприятия. Учебник. М.: Дело и сервис, 2010. - 528 с.
9. Алиев А.Т., Сомик К.В. Управление инвестиционным портфелем: Учебное пособие. Дашков и К, 2013. – 357 с.

10. Аскинадзи В.М. Инвестиционный анализ / Московский государственный университет экономики, статистики и информатики. – М., 2008. – 85с.
11. Балдин К.В., Передеряев И.И., Голов Р.С. Инвестиции в инновации: Учебное пособие. Издательство: Дашков и К, 2012. – 153 с.
12. Банковское дело / Под ред. Г.Н. Белоглазовой и Л.П. Кроливецкой. СПб.: Питер, 2002.-384.
13. Банковское дело. / Под ред. В.И. Колесникова. М.: Финансы и статистика, 2001.- 460 с.
14. Банковское дело. Управление и технологии: Учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Под ред. проф. А.М. Тавасиева. – 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. - 671с.
15. Банковское дело: стратегическое руководство. / Под ред. В. Платонова. М.: Консалтбанкир, 1998. - 430 с.
16. Банковское дело: учебник / О.И. Лаврушин, И.Д. Мамонова, Н.И. Валенцева [и др.] ; под ред. О.И. Лаврушина. – 10-е изд., перераб. и доп. - М. : КНОРУС, 2013. – 800 с. – (Бакалавриат).
17. Баринов В.А., Макаров Л.В. Корпоративная культура организации в России // Менеджмент в России и за рубежом. № 2. - 2002. - С. 110-121.
18. Беликов И. Новые инвестиционные ориентиры (рейтинги корпоративного управления) // Рынок ценных бумаг. 2000. - № 17. - С. 55-57.
19. Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание. : Пер. с англ. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.
20. Инвестиции. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. М.: 2001. - 1028 с.
21. Ларионова И.В. Управление активами и пассивами в коммерческом банке. – М.: Издательство «Консалтбанкир», 2003. – 272 с.
22. Лукасевич И.Я., Этапы формирования портфеля инвестиций, учебник, М.: Юнити, 2011. – 631 с.

23. Матросов А.М., Портфельное инвестирование: основы и принципы, учебное пособие, М.: Инфра-М, 2006. – 325 с.
24. Орлова Е.Р. Инвестиции: учебное пособие. Издательство: Омега-Л, 2012. – 456 с.
25. Остапенко Ф.М., Проблемы и перспективы портфельного инвестирования, М.: Экономистъ, 2012. – 452 с.
26. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. Пер. с англ. со 2-го изд. – М.: «Дело Лтд», 1995. – 768 с.
27. Теория статистики. Минашкин В.Г., Шмойлова Р.А. и др. М.: ЕАОИ, 2008. – 296 с.
28. Толчин К.В. Об оценке эффективности деятельности банков. // Деньги и кредит, №9, 2007. – с. 58-62.
29. Турманидзе Т.У. Анализ и оценка эффективности инвестиций: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям. Юнити-Дана, 2014 г.
30. Туханов А.С., Состав портфеля инвестирования, учебное пособие, М.: Феникс, 2010. – 269 с.
31. Федоров К.П., Риски портфельного инвестирования, учебное пособие, М.: Инфра-М, 2005. – 430 с.
32. Финансы, денежное обращение и кредит: учебник. - / Под. Ред. Л.А. Чалдаевой. – М.: Издательство Юрайт, 2011. – 540 с.
33. Шеремет А. Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. 3-е изд., перераб. И доп. - М.: ИНФРА - М, 2011. - 208 с.
34. Шумов А.М., Стратегии управления портфелем инвестиций, учебник, М.: Инфра-М, 2005. – 648 с.
35. Prasanna Chandra. Investment Analysis and Portfolio Management. Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, 2005. - 645p.
36. Security Analysis and Portfolio Management. Donald E. Fisher, Ronald J. Jordan. Pearson Prentice Hall. 2006. – 756 p.

37. <http://www.newinvest.com>
38. <http://www.ahbor.uz/>
39. <http://www.uzpsb.uz/>
40. <http://www.cbu.uz/>