

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Кафедра «Финансовые рынки
и финансовый инжиниринг»
«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой
_____ проф. Рубцов Б.Б.

«___» _____ года

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание степени магистра экономики
по магистерской программе
«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
на тему:
« Оценка рисков на вторичном рынке ценных бумаг »

Выполнила:

студентка факультета магистерской
подготовки

_____ Благодатских Валентина Вадимовна

Научный руководитель:

к.э.н., доцент, доцент

_____ Медина Ирина Сергеевна

Москва – 2011

СОДЕРЖАНИЕ:

Введение.....	4
Глава 1. Теоретические и методологические аспекты управления риском на вторичном рынке ценных бумаг	7
1.1. Понятие и сущность вторичного рынка ценных бумаг	7
1.2. Методологические подходы к оценке риска ценных бумаг	13
Глава 2. Исследование и оценка рисков портфеля ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке на примере ООО «ИНСИС»	27
2.1. Анализ структуры и динамики портфеля ценных бумаг	27
2.2. Анализ доходности и прибыльности портфеля ценных бумаг	36
2.3. Анализ и оценка рисков портфеля ценных бумаг	45
Глава 3. Рекомендации по совершенствованию структуры портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС», обращаемых на вторичном рынке для минимизации рисков	51
3.1. Диверсификация портфеля ценных бумаг с целью минимизации рисков	51
3.2. Формирование портфеля ценных бумаг с учетом рисков инвестирования	61
Заключение	67
Список литературы	72
Приложения	75

Введение

Актуальность темы данного дипломного исследования обусловлена тем, что инвестиции в ценные бумаги – это одна из наиболее часто используемых экономических категорий, особенно в экономике, находящейся в процессе трансформации или на стадии подъема. Инвестиции в ценные бумаги способствуют перераспределению денежных средств в рамках движения капитала и обеспечивают дополнительное финансирование реального сектора экономики.

Вывод ценных бумаг и дальнейшее обращение их на вторичном рынке позволяет предприятиям и организациям использовать механизмы самофинансирования деятельности. В свою очередь инвесторы, вкладывающие временно свободные денежные средства в ценные бумаги, должны получать от инвестирования определенный доход. При этом получение доходов от инвестиций всегда связано с риском – чем выше доходность ценной бумаги, обращаемой на вторичном рынке, тем выше риск инвестирования в нее, указанная зависимость обратно пропорциональная – чем ниже доходность, тем ниже инвестиционные риски.

Необходимо отметить, что для многих предприятий реального сектора экономики инвестирование временно свободных денежных средств в ценные бумаги позволяет с одной стороны диверсифицировать предпринимательские риски, связанные с осуществлением основной деятельности, с другой стороны получать дополнительные доходы, которые в дальнейшем будут направлены на развитие предприятия. Поэтому эффективное управление портфелем ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке, становится неотъемлемой частью финансового менеджмента, основная цель в этом случае – достижение оптимального показателя портфеля, оцениваемого через соотношение доходности и риска.

Цель данной дипломной работы заключается в разработке рекомендаций по совершенствованию управления портфелем ценных бумаг предприятия, направленных на минимизацию рисков.

В соответствие с указанной целью в работе поставлены и решены следующие задачи:

- исследованы теоретические и методологические аспекты управления риском ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке;
- представлены методологические подходы к оценке рисков ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке;
- проведен анализ и дана оценка эффективности управления портфелем ценных бумаг предприятия ООО «ИНСИС» с учетом риска и доходности;
- предложены рекомендации по минимизации рисков портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» за счет диверсификации структуры.

Объектом исследования в данной дипломной работе является портфель ценных бумаг ООО «ИНСИС», сформированный из акций предприятий – эмитентов телекоммуникационной отрасли.

Предметом исследования является теория и методология оценки рисков ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке.

В качестве теоретической и методологической базы использованы учебники, монографии, публикации по финансовому менеджменту, методические рекомендации по проведению анализа и оценки рисков ценных бумаг и иных финансовых инструментов авторов У. Шарпа, А. Дамодарана, И.Я. Лукасевича, А.Д. Шеремета, Г.В. Савицкой, Р.С. Сайфулина, Л.В. Донцовой, Л.А. Бернштейна и др.

Информационную базу исследования составили нормативно-законодательные источники, регламентирующие инвестиционные отношения и инвестиционные процессы на финансовом рынке и в реальном секторе экономики.

Кроме этого, в качестве информационной базы исследования использована официальная финансовая отчетность отдельных предприятий - эмитентов ценных бумаг и предприятия ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., а также данные официальной статистики рынка ценных бумаг.

Глава 1. Теоретические и методологические аспекты управления риском на вторичном рынке ценных бумаг

1.1. Понятие и сущность вторичного рынка ценных бумаг

Вторичный рынок ценных бумаг – это рынок, на котором происходит обращение ценных бумаг. На этом рынке уже не аккумулируются новые финансовые средства для эмитента, а только перераспределяются ресурсы среди последующих инвесторов. Являясь механизмом перепродажи, он позволяет инвесторам свободно покупать и продавать бумаги. При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг¹.

Вторичный рынок представлен фондовой биржей, т.е. это биржевой рынок. Сюда поступают ценные бумаги, прошедшие через первичный, внебиржевой рынок. В ряде западных стран на вторичный рынок частично поступают ценные бумаги первичной эмиссии. Фондовая биржа перерабатывает в основном акции и в меньшей степени частные и государственные облигации; она больше связана с перераспределением собственности и капиталов, хотя и выполняет функцию мобилизации денежного капитала в экономику.

Фондовая биржа – традиционно и постоянно действующий рынок ценных бумаг с определенным местом и временем их купли-продажи. Это важный элемент современного экономического механизма. Биржа играет огромную роль в торговле ценными бумагами, концентрации и централизации капитала, а также в проведении спекулятивных операций².

Инвесторы, выступающие на рынке ценных бумаг, обычно формируют свои инвестиционные портфели, в которые включаются следующие виды ценных бумаг (или иных финансовых инструментов)³:

- государственные и муниципальные ценные бумаги;

¹ Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М: Юнити – Дана, 2009. – С. 28

² Там же, С. 29

³ Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ. – М.: ИНФРА-М, 2009. – С. 56

- корпоративные ценные бумаги (акции и облигации);
- производные инструменты.

Выбор той или иной ценной бумаги (финансового инструмента) и включение её в портфель зависят от целей и задач, которые ставит перед собой инвестор, действующий на вторичном рынке ценных бумаг.

Основная цель управления портфелем ценных бумаг (аналога: инвестиционный, фондовый портфель, портфель финансовых активов) заключается в достижении наиболее эффективных путей реализации инвестиционной стратегии предприятия на фондовом рынке. Причем цели эмитентов и инвесторов на данном рынке не совпадают. Инвестиционная стратегия предприятия-эмитента заключается в наиболее быстром и выгодном для себе размещении эмиссионных ценных бумаг среди потенциальных инвесторов для привлечения дополнительного капитала.

Инвестиционная стратегия инвестора многопланова и преследует различные цели. Так, прямой стратегический инвестор стремится обеспечить для себя с помощью финансовых вложений непосредственное управление объектом инвестирования (на основе приобретения контрольного пакета акций или иной формы контрольного участия в уставном капитале). Портфельный инвестор с помощью финансовых вложений добивается формирования фондового портфеля с целью получения текущих доходов (в форме дивидендов или процентов) или в результате повышения курсовой стоимости эмиссионных ценных бумаг.

Очевидно, что цели формирования инвестиционного портфеля являются альтернативными. Так, обеспечение высоких темпов роста капитала достигается за счет снижения текущей доходности фондового портфеля. Рост доходов и капитала определяет уровень портфельного риска. Достижение высокой ликвидности препятствует включению в портфель перспективных финансовых инструментов, обеспечивающих прирост капитала в будущем.

Таким образом, задачи формирования портфеля сводятся к такому распределению инвестируемой суммы денежных средств между финансовыми активами, которая по истечении срока жизни портфеля обеспечит его максимальную доходность. Портфельное инвестирование позволяет улучшить условия вложения капитала, придав совокупности эмиссионных ценных бумаг (или иных финансовых инструментов) такие инвестиционные качества, которые невозможно достигнуть для отдельно взятого финансового инструмента.

Только в процессе формирования портфеля выявляют новые инвестиционные качества ценных бумаг с заданными параметрами доходности, безопасности и ликвидности. Следовательно, фондовый портфель является таким финансовым продуктом, с помощью которого обеспечивают требуемую инвестору доходность включаемых в него ценных бумаг при заданном уровне риска. С учетом перечисленных задач определяют программу действий по формированию и оперативному управлению инвестиционным портфелем. У. Шарп предлагал следующую программу таких действий⁴.

- I. Выбор инвестиционной политики.
- II. Анализ рынка ценных бумаг.
- III. Формирование портфеля ценных бумаг.
- IV. Пересмотр портфеля ценных бумаг.
- V. Оценка эффективности фондового портфеля.

Теория портфеля с точки зрения коллективных инвестиций предполагает построение такой инвестиционной программы, которая позволяет инвестору при имеющихся в его распоряжении свободных денежных средствах получить ожидаемый доход при минимальном риске. Инвестиционный портфель формируют на основе диверсификации (разнообразия) включаемых в него финансовых активов.

⁴ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2008. – С. 563

Это означает, что чем большее количество видов ценных бумаг (или иных финансовых инструментов) входит в портфель, тем меньше изменяется его общая стоимость в случае падения курса (цены) одной из составляющих (например, обыкновенных акций). И наоборот, чем меньше число типов ценных бумаг, включенных в портфель, тем более высокий доход в общем объеме дает рост одного из них.

Конкретные фондовые портфели с точки зрения инвестирования на вторичном рынке могут иметь⁵:

1. односторонний целевой характер - вложения в ценные бумаги, эмитенты которых осуществляют свою деятельность в рамках одной отрасли, сферы деятельности;
2. сбалансированный характер, если в портфеле аккумулируют ценные бумаги (или иные финансовые инструменты), приобретенные для решения различных задач, и в целом его содержание соответствует балансу целей, которых придерживается инвестор;
3. бессистемный характер, если приобретение ценных бумаг происходит хаотично, без четко выраженной цели и если портфель имеет разрозненный вид (по характеру эмитентов, видов, типов и категорий ценных бумаг, иных финансовых инструментов).

Сбалансированный характер, равно как и бессистемный характер, имеют портфели, сформированные в рамках смешанных вложений в ценные бумаги, соотношение «риск – доходность» в этом случае определяется стратегией и тактикой управления, т.е. способом управления инвестиционным портфелем. На практике применяют два способа управления инвестиционным портфелем – активный и пассивный. Рассмотрим каждый из них в отдельности⁶.

⁵ Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М: Юнити – Дана, 2009. – С. 41

⁶ Бочаров В. В. Инвестиции. – СПб: Питер, 2009. – С. 78

Базовыми характеристиками активного управления являются: выбор ценных бумаг (иных финансовых инструментов), приемлемых для включения в портфель; определение сроков покупки или продажи финансовых инструментов. Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестирования средств.

Активный инвестор полагает, что владение любым портфелем – временное дело. Когда разница в ожидаемых доходах, полученных в результате удачного либо неправильного решения, а также из-за изменения конъюнктуры на финансовом рынке исчезает, то составные элементы или весь портфель заменяют другими.

Пассивное управление базируется на предположении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете фактора времени. Сущность пассивного управления заключается в создании достаточно диверсифицированного портфеля с заранее определенным уровнем риска и доходности.

Пассивный портфель характеризуют незначительным оборотом ценных бумаг и низким уровнем несистематического риска. Западные инвесторы используют пассивную форму оперативного управления портфелем редко, поскольку она не приносит высокого дохода.

Таким образом, по соотношению уровня риска и дохода инвестиционные портфели вторичного рынка ценных бумаг подразделяют на следующие виды⁷:

- портфель агрессивного инвестора. Его цель – получение максимального дохода при высоком уровне риска. Для этого выбирают ценные бумаги (или иные финансовые инструменты), курс которых существенно изменяется в результате колебания рыночной конъюнктуры;
- портфель умеренного инвестора, позволяющий при заданном уровне риска получить приемлемый доход;

⁷ Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ. – М.: ИНФРА-М, 2009. – С. 67

- портфель консервативного инвестора, предусматривающий минимальный уровень риска при использовании надежных, но медленно растущих по стоимости ценных бумаг (или иных финансовых инструментов). Гарантии получения невысокого дохода не подвергаются сомнению, но сроки его получения распределены во времени.

Управление инвестиционным портфелем, сформированным из ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке, нацелено на⁸:

- извлечение дохода в виде процента или дивиденда;
- приращение капитала за счет роста курсовой стоимости ценных бумаг;
- обеспечение финансовой безопасности;
- сочетание всех перечисленных интересов.

Результаты инвестирования напрямую связаны со значительным риском: чем выше доходность ценной бумаги, тем выше присущий ей инвестиционный риск. Инвестирование на вторичном рынке ценных бумаг связано со следующими группами рисков⁹:

- потери всех вложенных средств или их части;
- обесценения средств, затраченных на приобретение ценных бумаг;
- невыплаты дохода по ценным бумагам (частично или полностью);
- несоблюдения сроков выплаты доходов (задержки).

Для того, чтобы определить риск той или иной ценной бумаги, обращаемой на вторичном рынке инвестор должен иметь методический инструментарий не только оценки рисков, но и также определения их доходности, данный аспект будет рассмотрен в следующем разделе главы первой представленной дипломной работы.

⁸ Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ. – М.: ИНФРА-М, 2009. – С. 69

⁹ Там же, С. 70

1.2. Методологические подходы к оценке риска ценных бумаг

Основной риск, который может возникнуть при вложении средств в ценные бумаги, - это инвестиционный риск. Под инвестиционным риском понимается возможность возникновения ситуации, которая может повлечь за собой потерю части или даже всех инвестированных средств. При работе на финансовом рынке инвестор неизбежно сталкивается с необходимостью учитывать факторы риска самого различного свойства.

Все инвестиционные риски принято подразделять на системные и не-системные в зависимости от того, насколько широкий круг инструментов финансового рынка подвергается опасности их воздействия¹⁰.

Системные риски – это риски, вытекающие из функционирования государства в целом. Финансовый рынок объективно подвержен системному риску, уровень которого можно считать неснижаемым (по крайней мере, путём диверсификации (распределения активов)). Системные риски, как правило, связаны с общей макроэкономической ситуацией. Поэтому принято считать, что инвестирование на российском финансовом рынке связано с более высокой степенью рисков системного характера, чем инвестирование на рынках развитых стран.

Несистемные риски – это риски, воздействию которых могут подвергнуться лишь отдельные объекты инвестирования или небольшие их совокупности. Несистемные риски называют «уникальные риски» или «индивидуальные риски», поскольку такие риски, как правило, бывают, присущи только конкретным финансовым инструментам (например, ценным бумагам только конкретной компании).

В первую очередь, формируя свой портфель, инвестор должен иметь некоторый механизм отбора для включения в портфель тех или иных видов ценных бумаг, т.е. уметь оценивать их инвестиционные качества посредством методов фундаментального и технического анализа.

¹⁰ Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М: Юнити – Дана, 2009. – С. 79

Основной целью фундаментального анализа является прогнозирование стоимости ценных бумаг на основе изучения финансовых характеристик деятельности эмитента, отраслевых и макроэкономических показателей¹¹. Основной целью технического анализа является прогнозирование цен на ценные бумаги на основе их прошлых значений¹².

Фундаментальный анализ применяется для исследования финансово-экономического состояния компаний. С его помощью можно достичь двух целей¹³:

- во-первых, осуществить отбор эмитентов, акции которых могут принести наибольший доход. Соответственно выбор наиболее привлекательных эмитентов снижает риски инвестирования денежных средств в ценные бумаги;
- во-вторых - определить «справедливую» или, как ещё говорят, «внутреннюю» стоимость акций. Соответственно объективная оценка справедливой стоимости акций снижает риски, обусловленные конъюнктурой рынка.

В рамках фундаментального анализа производится углублённое изучение информации о текущем состоянии компании и перспективах её развития, материалов, которые компания публикует о себе, бухгалтерских отчётов о прибыли и убытках.

Также учитывается ряд макроэкономических показателей, таких как инфляция, процентная ставка Центрального Банка, уровень деловой активности. При этом аналитик-фундаменталист абстрагируется от поведения рыночных котировок акций, не принимая их во внимание. Поэтому фундаментальный анализ дополняет технический анализ, базирующийся на изучении динамики рыночной цены и объёма торгов.

¹¹ Абрамов С.И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2009. – С. 115

¹² Там же

¹³ Волков А.Ю., Куликов М.И., Марченко А.А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. – М.: Вершина, 2007. – С. 178

Совместное применение обоих методов позволяет получить целостное представление о рыночной ситуации и наиболее точно предсказать направление изменения цен на акции.

Фундаментальный анализ включает в себя широкий набор различных методов определения инвестиционной привлекательности отраслей и эмитентов. Их можно разделить на две большие группы по своему функциональному назначению. Первая группа предназначена для отбора акций компаний, характеризующихся устойчивыми финансово-экономическими показателями и имеющих высокий потенциал для дальнейшего развития. Результатом применения таких методов является ответ на вопрос «стоит ли включить эту бумагу в инвестиционный портфель?». Другая группа представлена методиками нахождения «справедливой» стоимости акций. Кроме того, они применяются при сравнении схожих компаний одной отрасли для поиска «неоцененных» и «переоцененных» бумаг.

Одной из важнейших задач, стоящих перед участником фондового рынка, является разделение всех компаний-эмитентов на две группы: «фундаментально сильные» и «фундаментально слабые». Каждый инвестор самостоятельно формирует список наиболее важных для него критериев, основываясь на собственных инвестиционных предпочтениях и склонности в рискам инвестирования. В первую очередь требуется выяснить, чем занимается данная компания, и какой вид деятельности приносит ей основной доход. В идеале инвестор должен хорошо разбираться во всех отраслях, представленных на фондовом рынке¹⁴.

Если же это не так, то лучше всего сосредоточиться на работе с бумагами из наиболее понятных видов бизнеса, избегая вложений в те отрасли, относительно которых отсутствует чёткое понимание их деятельности. Финансовый успех на фондовом рынке прямо пропорционален мере понимания внутренних принципов работы компаний. Из этого утверждения проистекает первый критерий: понятность бизнеса.

¹⁴ Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М.: Юнити – Дана, 2009. – С. 91

Это наиболее субъективный критерий, но он играет важнейшую роль в выборе объектов для вложения средств. Если инвестор не обладает глубокими познаниями в сфере деятельности изучаемой компании, то ему лучше переключить своё внимание на другого эмитента, благо на рынке их представлено достаточное количество. Маловероятно, что приобретение акций компаний, ведущих бизнес в незнакомых областях деятельности, принесёт прибыль. Не стоит слишком сильно надеяться на подсказки, которые можно вычитать в публичных аналитических обзорах. Даже если обзор составлен безошибочно, и инвестору удастся купить акции хорошей компании по привлекательной цене, то впоследствии он всё равно может понести убытки по причине того, что не сможет адекватно реагировать на поступающие новости¹⁵.

Поэтому в рамках фундаментального анализа используются методы оценки инвестиционной привлекательности той или иной ценной бумаги с учетом возможных рисков деятельности предприятия – эмитента. Для оценки привлекательности эмитента долговых ценных бумаг в работе рекомендуется использовать следующие 5 финансовых коэффициентов, имеющих количественную оценку и одинаковую направленность¹⁶:

1. Коэффициент автономии
2. Коэффициент текущей ликвидности
3. Коэффициент оборачиваемости активов
4. Коэффициент рентабельности активов
5. Рентабельность по EBITDA

Для оценки привлекательности эмитента акций к ним добавляют еще два показателя¹⁷:

6. Отношение чистых активов к уставному капиталу
7. Прибыль на одну обыкновенную акцию, ден. ед.

¹⁵ Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М: Юнити – Дана, 2009. – С. 94

¹⁶ Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Под ред. Д.А.Ендовицкого. – М.: Кнорус, 2010. – С. 374

¹⁷ Там же

Интегральный показатель ($K_{ип}$) привлекательности эмитента рассчитывается как сумма относительных отклонений¹⁸:

$$K_{ип} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (1 - k_{ij} \div k_{iэталон})^2}$$

где n – количество участвующих в оценке ИП компании коэффициентов,

k_{ij} – значение i -го коэффициента у j -ой сравниваемой компании,

$k_{iэталон}$ – эталонное значение i -го финансового коэффициента - лучшее значение данного показателя среди сравниваемых компаний, осуществляющих свою деятельность в конкретной отрасли.

Модель расчета интегрального показателя инвестиционной привлекательности предприятия – эмитента с учетом риска включает две составляющие:

- экономическую (k_1 , в долях ед.), которая оценивает степень доходности инвестируемых средств,
- рисковую (k_2 , в долях ед.), которая оценивает совокупный риск, связанный с рассматриваемой экономической системой.

Расчет интегрального показателя осуществляется по формуле¹⁹:

$$K_{ип} = k_1 * (1 - k_2),$$

Где:

$K_{ип}$ - показатель инвестиционной привлекательности, в долях единицы;

Экономическая составляющая – это доходность вложенных средств; определяется как отношение прибыли к объему привлеченных инвестиций.

$$k_1 = П/И,$$

Где:

$П$ - объем чистой прибыли за анализируемый год;

¹⁸Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Под ред. Д.А.Ендовицкого. – М.: Кнорус, 2010. – С. 374

¹⁹ Там же

И - объем привлеченных инвестиций.

Рисковая составляющая инвестиционной привлекательности предприятия – эмитента формируется совокупным воздействием многих показателей. Чтобы определить степень риска каждого показателя и сравнить их между собой, используется балльная оценка, при которой каждому показателю в зависимости от фактического значения, уровня риска и нормативного значения присваивается определенный балл (приложение 1).

После формирования портфеля финансовых инструментов и включения их в фондовый портфель ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке, целесообразно регулярно осуществлять финансовый анализ состава и структуры портфеля, а также компаний-эмитентов (по данным публикуемой или бухгалтерской отчетности).

Далее перейдем к исследованию аспектов технического анализа. Технический анализ позволяет определить текущее направление динамики цены (тенденцию, тренд). Возможные варианты²⁰:

1. движение вверх – бычий тренд
2. движение вниз – медвежий тренд
3. рынок находится в зоне консолидации – флэт

Оценить срок действия тренда. Может быть:

- тренд краткосрочного действия (виден в днях)
- тренд среднесрочного действия (виден в неделях)
- тренд долгосрочного действия (виден в месяцах)

Оценить зрелость тренда. Может быть:

- начало тренда
- тренд зрелый
- завершение тренда

Оценить амплитуду колебаний цен (волатильность, изменчивость цен):

- слабая изменчивость цен

²⁰ Волков А.Ю., Куликов М.И., Марченко А.А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. – М.: Вершина, 2007. – С. 179

– значительная изменчивость цен

Одна из ключевых характеристик технического анализа – это анализ графиков. В настоящий момент основными видами графиков, применяемых для технического анализа, являются следующие пять²¹:

1. линейный график (line charts). Линейный график представляет собой сплошную линию, соединяющую цены закрытия.
2. столбиковый график (bar charts). Большинство трейдеров и аналитиков используют столбиковые диаграммы, которые, в отличие от линейных чартов, намного полнее отражают произошедшее с ценой за анализируемые периоды времени. Бары включают в себя, кроме цен закрытия, максимальные и минимальные котировки, наблюдавшиеся за конкретный период времени.
3. пункто-цифровой график (point & figure). Пункто-цифровые графики в русскоязычной литературе иногда называют также графиками «крестиков-ноликов». Рост котировок отражается появлением нового креста, а падение – ноля.
4. японские свечи (candlestick). Кардинальным отличием японских свечей от столбиковых диаграмм является наличие прямоугольника, образуемого в интервале цен между котировками открытия и закрытия. Данный прямоугольник называется телом свечи (real body). Он бывает черным или белым, в зависимости от соотношения цен открытия и закрытия. Если тело свечи черного цвета, то это означает, что цены в течение торгового периода снизились (цена закрытия ниже цены открытия). Если же тело свечи белого цвета, то цены в течение торгового периода повысились (цена закрытия выше цены открытия).
5. гистограмма (histogram). Гистограммы используются в основном для построения графика объемов, а также при отображении некоторых индикаторов технического анализа.

²¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2008. – С. 393

Выбор конкретного вида графика целиком основан на потребностях инвестора. Поскольку портфель ценных бумаг представляет собой совокупность различных ценных бумаг, доходность его можно определить по следующей формуле:

Доходность портфеля = (Стоимость ценных бумаг на момент расчета – Стоимость ценных бумаг на момент покупки) / Стоимость ценных бумаг на момент покупки.

Под ожидаемой доходностью портфеля понимается средневзвешенное значение ожидаемых значений доходности ценных бумаг, входящих в портфель. При этом «вес» каждой ценной бумаги определяется относительным количеством денег, направленных инвестором на покупку этой ценной бумаги. Ожидаемая доходность инвестиционного портфеля равна²²:

$$R \text{ портфеля, \%} = R_1 \times W_1 + R_2 \times W_2 + \dots + R_n \times W_n ,$$

Где:

R_n – ожидаемая доходность i -й акции;

W_n – удельный вес i -й акции в портфеле.

Для того чтобы определить риск портфеля ценных бумаг, в первую очередь необходимо определить степень взаимосвязи и направления изменения доходностей двух активов. Например, если цена одной ценной бумаги идет вверх, то растет курс и другой ценной бумаги, и наоборот, движения цен разнонаправлены или полностью независимы друг от друга. Для определения связи между ценными бумагами используют такие показатели, как ковариация и коэффициент корреляции.

Ковариация – взаимозависимое совместное изменение двух и более признаков экономического процесса. Ковариация служит для измерения степени совместной изменчивости двух ценных бумаг, например акций.

Показатель ковариации определяется по формуле²³:

²² Синергетика инвестиций: учебно-методическое пособие / под. ред. Сухарев О.С., Шманев С.В., Курьянов А.М. – М.: Финансы и статистика, 2008. – С. 36

²³ Там же

$$\text{Cov}_{ij} = \sum (\text{R доходность } i\text{-й акции} - \text{R средняя доходность } i\text{-й акции}) \times (\text{R доходность } j\text{-й акции} - \text{R средняя доходность } j\text{-й акции}) / n - 1,$$

Где:

n – число периодов, за которые рассчитывалась доходность i -й и j -й акций.

Корреляция – это математический термин, обозначающий систематическую и обусловленную связь между двумя рядами данных.

На рынке акций принято рассматривать корреляцию (взаимозависимость) разных акций, либо акций и индексов. Считается, что российские акции высоко коррелированы, то есть в определенный момент времени все акции движутся в одном направлении. Коэффициент корреляции изменяется в пределах от -1 до $+1$. Положительное значение коэффициента говорит о том, что доходности активов изменяются в одном направлении при изменении конъюнктуры, отрицательное – в противоположном. При нулевом значении коэффициента корреляция между доходностями активов отсутствует. Показатель корреляции определяется по формуле²⁴:

$$\text{Cor} = \text{Cov}_{ij} / (\delta_i \times \delta_j),$$

Где:

Cov_{ij} – ковариация доходности i -й и j -й акции;

δ_i – стандартное отклонение доходности i -й акции;

δ_j – стандартное отклонение доходности j -й акции.

Дисперсия – это стандартное отклонение в квадрате, рассчитываемое по формуле²⁵:

$$\delta^2 = \sum (\text{R доходность акции} - \text{R средняя доходность акции})^2 / n - 1.$$

Таким образом, стандартное отклонение – это квадратный корень из дисперсии. В целом, используя данные корреляции, можно сделать выводы:

1. чем меньше коэффициент корреляции акций в портфеле, тем меньше риск портфеля, поэтому при формировании портфеля

²⁴ Синергетика инвестиций: учебно-методическое пособие / под. ред. Сухарев О.С., Шманев С.В., Курьянов А.М. – М.: Финансы и статистика, 2008. – С. 41

²⁵ Там же

следует включить в него акции, имеющие наименьшую корреляцию;

2. если коэффициент корреляции акций в портфеле $+1$, то риск портфеля усредняется;
3. если коэффициент корреляции акций в портфеле меньше $+1$, то риск портфеля уменьшается;
4. если коэффициент корреляции акций в портфеле -1 , то можно получить портфель без риска.

Принцип формирования портфеля ценных бумаг, при котором снижение риска достигается за счет включения в портфель большого числа различных акций, называется диверсификацией. Основоположником данной теории считается Гарри Марковиц. Диверсификация Марковица – это стратегия максимально возможного снижения риска при сохранении требуемого уровня доходности; она состоит в выборе таких активов, доходности которых будут иметь наименее возможную корреляцию.

Согласно теории Г. Марковица, при обосновании портфеля инвестор должен руководствоваться ожидаемой доходностью и стандартным отклонением. Интуиция при этом играет определяющую роль. Ожидаемая доходность рассматривается как мера потенциального вознаграждения, связанная с конкретным портфелем, а стандартное отклонение – как мера риска, связанная с данным портфелем.

При этом делается важное предположение, что инвестор при всех прочих условиях предпочтет высокую доходность, если будут заданы два портфеля с одинаковыми стандартными отклонениями.

Если же инвестору предстоит выбор между портфелями, имеющими одинаковый уровень ожидаемой доходности, то предпочтение отдается портфелю с минимальным риском, то есть, по сути, получению большего дохода при минимуме возможного отклонения.

Теория Марковица стала огромным шагом на пути создания модели оценки стоимости активов Capital Asset Pricing Model (CAPM). Модель оценки стоимости активов описывает взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью активов. Взаимосвязь риска с доходностью согласно модели оценки активов описывается следующим образом²⁶:

$$D = D_{б/р} + \beta \times (D_p - D_{б/р}),$$

где D – ожидаемая норма доходности;

$D_{б/р}$ – безрисковая ставка (доход);

D_p – доходность рынка в целом;

β – коэффициент бета.

Основная идея CAPM заключается в том, что инвесторы должны получать два вида компенсации: за время (временная стоимость денег) и за риск. Стоимость денег во времени представлена безрисковой ставкой и является компенсацией инвестору за то, что он размещает денежные средства в какие-либо инвестиции на определенный период времени.

Безрисковый доход измеряется, как правило, по ставкам государственных облигаций, так как те практически без риска. На западе безрисковый доход равен примерно 4–5 %, в России он составляет 7–10 %. Доходность рынка в целом – это норма доходности индекса данного рынка. В США, например, индекс S&P 500, а в России – индекс РТС, ММВБ.

Оставшаяся часть формулы представляет собой компенсацию за дополнительный риск, взятый на себя инвестором. Здесь мерой риска является коэффициент бета, сравнивающий доходность актива с доходностью рынка за период, а также с рыночной премией.

Коэффициент бета определяется по формуле²⁷:

$$\beta = \text{Cor}_x \times \delta_x / \delta$$

$$\text{или } \beta = \text{Cov}_x / \delta^2,$$

²⁶ Синергетика инвестиций: учебно-методическое пособие / под. ред. Сухарев О.С., Шманев С.В., Курьянов А.М. – М.: Финансы и статистика, 2008. – С. 39

²⁷ Там же, С. 41

где Cor_x – корреляция между доходностью ценной бумаги x и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке;

Cov_x – ковариация между доходностью ценной бумаги x и средним уровнем доходности ценных бумаг на рынке;

δ_x – стандартное отклонение доходности по конкретной ценной бумаге;

δ – стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг в целом.

Уровень риска отдельных ценных бумаг определяется на основании таких значений:

$\beta = 1$ – средний уровень риска;

$\beta > 1$ – высокий уровень риска;

$\beta < 1$ – низкий уровень риска.

Акции с большой бетой ($\beta > 1$) называют агрессивными, с низкой бетой ($\beta < 1$) – защитными. Например, агрессивными являются акции компаний, чьи доходы существенно зависят от конъюнктуры рынка. Когда экономика на подъеме, агрессивные акции приносят большие прибыли. Например, акции автомобилестроительных компаний являются агрессивными. Инвесторы, ожидающие подъема экономики, покупают агрессивные акции, обеспечивающие больший уровень доходности в условиях растущего рынка, чем защитные.

Акции компаний, чья прибыль в меньшей степени зависит от состояния рынка, являются защитными (например, акции компаний коммунальной сферы). Доходы таких компаний сокращаются в меньшей степени в условиях экономического спада.

Поэтому использование защитных акций в периоды кризисов позволяет инвестору извлечь большую прибыль в сравнении с агрессивными акциями. По портфелю ценных бумаг β рассчитывается как средневзвешенный β – коэффициент отдельных видов входящих в портфель инвестиций, где в качестве веса берется их удельный вес в портфеле.

Таким образом, чем более рискованный портфель, тем больше показатель β , а, следовательно, доход должен быть выше, и наоборот. Следовательно, модель CAPM демонстрирует прямую связь между риском ценной бумаги и ее доходностью, что позволяет ей показать справедливую доходность относительно имеющегося риска и наоборот.

Все выше сказанное позволяет резюмировать, что риск представляет собой обобщённую характеристику инвестиционных процессов в рамках формирования портфеля ценных бумаг. Все риски вложения средств в ценные бумаги предприятий – эмитентов можно классифицировать по уровню влияния субъективных и объективных факторов. Среди субъективных факторов в первую очередь можно выделить склонность инвестора к риску. Среди объективных факторов можно выделить изменение рыночной конъюнктуры, валютного, налогового регулирования, стабильности экономического развития и т.п., которые могут привести либо к увеличению доходности, либо к потере доходности ценных бумаг.

Снижение либо увеличение доходности ценных бумаг в результате влияния рыночных факторов относят к спекулятивным рискам, кроме этого в практике инвестирования принято выделять чистые и системные риски, которые также обусловлены влиянием внешних факторов.

Чистый риск возникает в результате проявления форс-мажорных обстоятельств, и практически всегда несут потери для предпринимательской деятельности, в том числе связанной с инвестированием.

Системный риск проявляется в том случае, когда один из участников рынка не может выполнить свои обязательства, что приводит к нарушению функционирования других участников и в целом нарушает сложившуюся структуру финансово-экономических отношений.

Стоит отметить, что весьма часто негативная синергия спекулятивных рисков приводит к появлению системных рисков, в этом случае кризисные тенденции уже не являются локальными, но проявляются на региональном, государственном и межгосударственном уровне.

В большинстве своем риски инвестирования в ценные бумаги можно классифицировать как спекулятивные и субъективные, и, как правило, эти риски зависят от принятых инвестиционных решений о структуре, размере, видах ценных бумаг, включенных в портфель. Именно поэтому в анализе рисков пристальное внимание уделяется прибыльности и доходности. При выявлении отрицательных тенденций (снижение доходов от вложения средств в ценные бумаги) необходимо дать не только количественную оценку риска с помощью соответствующих коэффициентов (см. выше), но и также обозначить направления их минимизации.

Минимизация рисков достигается за счет пересмотра структуры, стоимости и видов ценных бумаг, включенных в инвестиционный портфель, и в этом аспекте важен фундаментальный анализ, который позволяет на определенный момент времени определить инвестиционную привлекательность ценной бумаги и оценить вероятность получения доходов по ней с учетом риска.

Глава 2. Исследование и оценка рисков портфеля ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке на примере ООО «ИНСИС»

2.1. Анализ структуры и динамики портфеля ценных бумаг

Объектом исследования в данной дипломной работе является Общество с Ограниченной Ответственностью «ИНСИС», осуществляющее свою деятельность на рынке телекоммуникаций и связи по следующим основным направлениям:

- доступ в Интернет;
- телефония и IP телефония;
- хостинг и разработка сайтов;
- IP-телевидение и радио;
- P2P - пиринговая сеть.

Юридический адрес ООО «ИНСИС»: 620075, г. Екатеринбург, ул. Энгельса, 30. Предприятие имеет дочерние компании в г. Москва, Санкт-Петербург, Ростов-на-Дону. Таким образом, в настоящее время ООО «ИНСИС» является горизонтально интегрированной холдинговой структурой. Деятельность дочерних компаний предприятия ООО «ИНСИС» осуществляется в соответствии с их учредительными документами.

Прежде чем непосредственно перейти к оценке эффективности управления портфелем ценных бумаг исследуемого предприятия необходимо дать краткий анализ его финансово-экономического состояния. В приложении 2 представлена финансовая отчетность ООО «ИНСИС», сформированная в соответствии с требованиями МСФО.

Основные финансовые показатели деятельности ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., рассчитанные согласно официальной финансовой отчетности, составленной по международным стандартам, представлены в табл. 2.1., динамика отдельных финансовых результатов представлена на рис. 2.1.

Таблица 2.1. – Консолидированные финансовые результаты ООО «ИНСИС»
за 2009 – 2010 гг.

Наименование статьи, тыс. руб.	2009 год	2010 год	Отклонение	
			(+,-)	в %
Выручка	372 731	327 068	-45 663	-12,3
Расходы	346 072	264 552	-81 520	-23,6
Операционная прибыль до годового бонуса	26 659	62 516	35 857	134,5
Годовой бонус	11 333	16 414	5 081	44,8
Операционная прибыль после годового бонуса	15 326	46 102	30 776	200,8
Прочие расходы	8 005	9 693	6 769	35,0
Прибыль до налогообложения	7 321	36 409	29 088	397,3
Налог на прибыль	3 582	790	-2 792	-77,9
Чистая прибыль	3 739	35 619	31 880	852,7

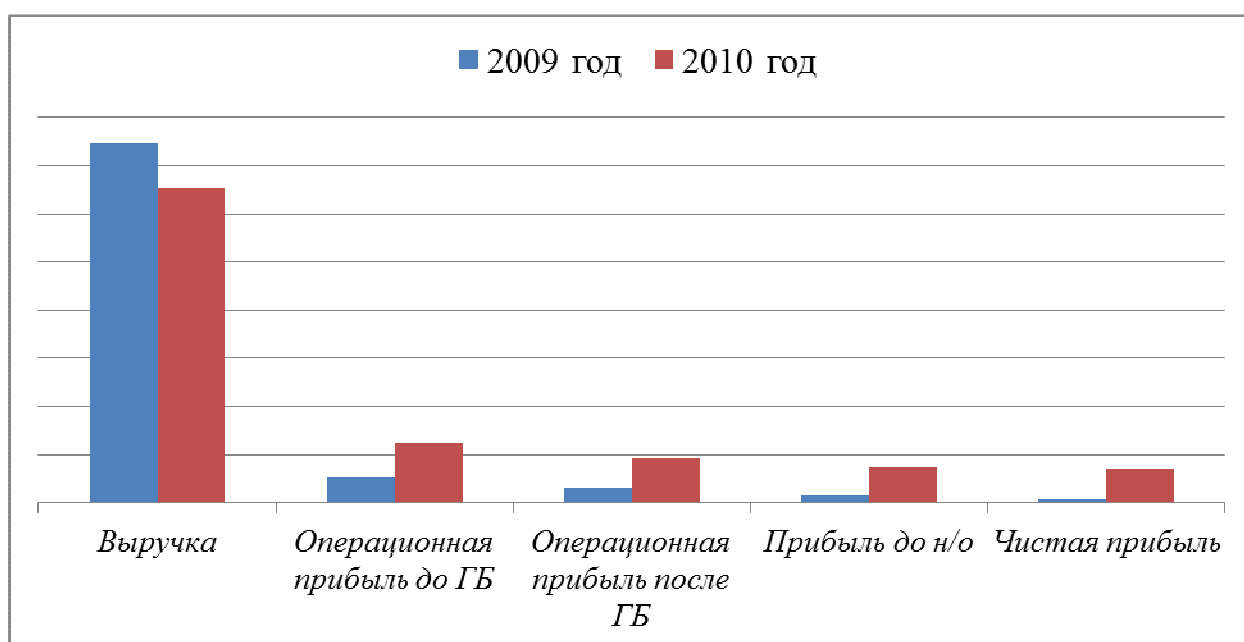


Рис. 2.1. – Динамика финансовых результатов ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., тыс. руб.

В 2010 году совокупный консолидированный доход и соответственно консолидированная выручка ООО «ИНСИС» сократилась на 12,3%, при этом расходы компании показали больший темп снижения (-23,6%).

Это в свою очередь позволило компании нарастить операционную прибыль на 134,5%, и до налогообложения на 397,3%, что указывает на повышение эффективности управления доходами и затратами предприятия в целом. В частности в 2010 году в результате реформирования деятельности отдельных подразделений, в том числе и за счет внедрения системы филиального учета ООО «ИНСИС» смогло сократить излишнюю численность персонала, годовая экономия составила 63 071 тыс. руб., это позволило не только улучшить финансовые результаты, но и пополнить оборотный капитал.

Необходимо отметить, что прибыль до налогообложения и чистая прибыль исследуемого предприятия в 2010 году показали максимальный рост: 397,3% и 852,7% соответственно. Не последнюю роль в этом сыграло сокращение суммы налога на прибыль в результате законодательных, правовых реформ налогообложения прибыли, а также получения налоговых льгот и зачета переплат налога за прошлые периоды.

В 2010 году налог на прибыль составил 2,2% в сумме прибыли до налогообложения. Указанные тенденции отразились и на показателях рентабельности ООО «ИНСИС», анализ которых представлен в таблице 2.2, рис. 2.2.

Таблица. 2.2. – Показатели рентабельности ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг.

Показатель, в %	2009 год	2010 год	(+,-)
Рентабельность деятельности ROS (по операционной прибыли до начисления годового бонуса)	7,2	19,1	12,0
Рентабельность операционная ROP (по операционной прибыли после годового бонуса)	4,1	14,1	10,0
Рентабельность чистая NOPAT	1,0	10,9	9,9

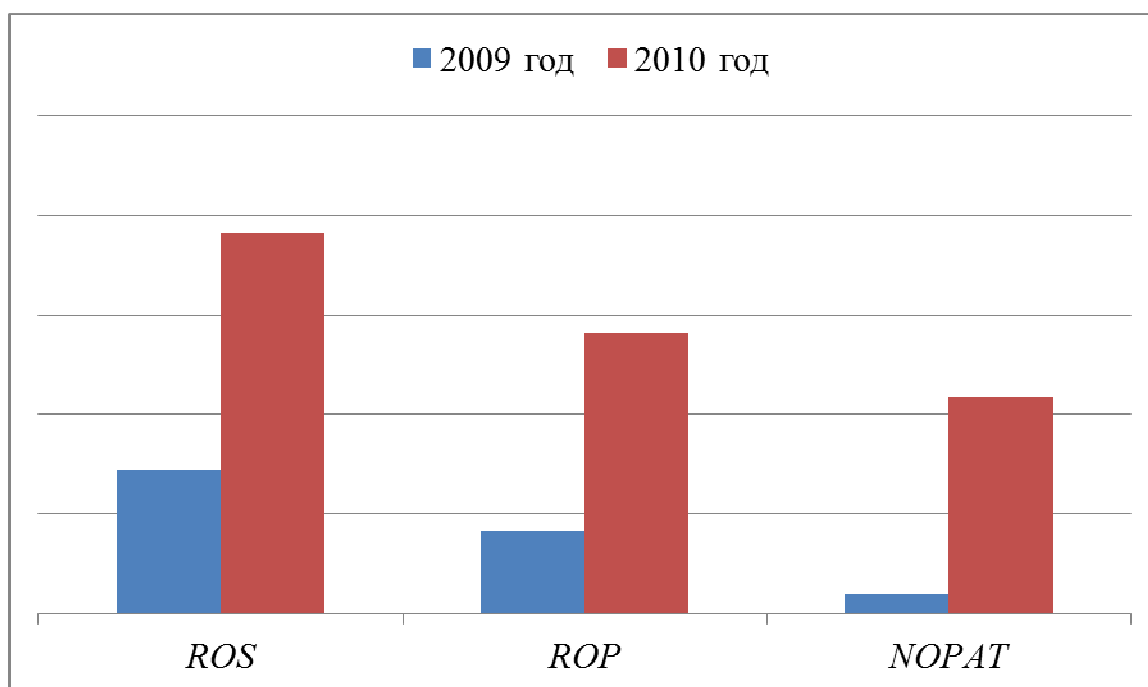


Рис. 2.2. – Динамика показателей рентабельности ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., в %

В 2009 году в связи с ростом прибыльности все показатели рентабельности имеют положительное значение, при этом значения показателей достаточно низкие. Так на каждые 1000 руб. выручки приходится не более 41 руб. операционной прибыли и не более 10 руб. чистой прибыли.

Проведенные изменения в финансовом управлении ООО «ИНСИС» в 2009 году позволили существенно повысить уровень рентабельности даже при снижении доходности по итогам года. Так, в 2010 году на каждые 1000 руб. выручки приходится уже 141 руб. операционной прибыли и, соответственно, 109 руб. чистой прибыли.

В результате повышения эффективности финансового управления имеются изменения и в основных финансово-экономических коэффициентах, анализ которых представлен в аналитической таблице 2.3., динамика коэффициентов на рис. 2.3.

Таблица 2.3. – Основные финансово-экономические коэффициенты ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг.

Показатель	2009 год	2010 год	(+,-)
Коэффициент текущей ликвидности (CR)	2,5	2,4	-0,1
Коэффициент срочной ликвидности (QR)	2,4	2,3	-0,1
Коэффициент мгновенной, или абсолютной, ликвидности (ALR)	0,5	0,6	0,1
Коэффициент общей платежеспособности (E/A)	0,7	0,7	0,0
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (TL/E)	0,4	0,4	0,0
Коэффициент отношения заемных средств к совокупным активам (TL/A)	0,3	0,3	0,0
Коэффициент покрытия процентных выплат (TIE)	2,6	42,6	40,0

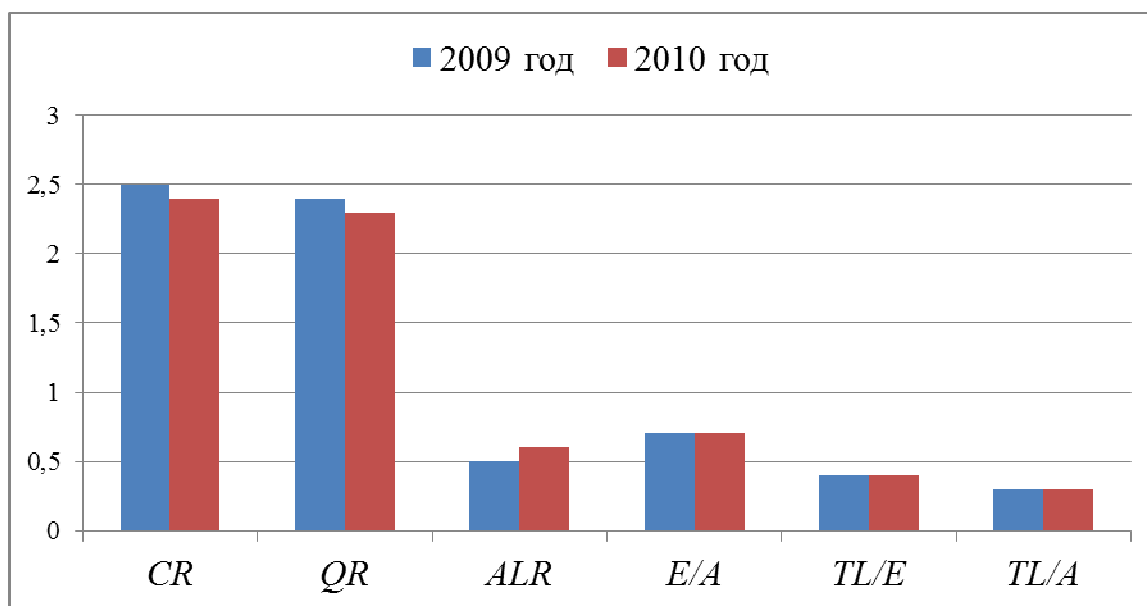


Рис. 2.3. – Динамика основных финансово-экономических коэффициентов ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг.

Проведенные расчеты позволяют сделать следующие выводы по коэффициентам ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости, полученным по данным консолидированной финансовой отчетности ООО «ИНСИС»:

- на протяжении всего анализируемого периода показатели текущей и срочной ликвидности имеют значение более 2,0, что соответствует оптимальным значениям, принятым в финансовом менеджменте, т.е. за счет текущих активов и быстро реализуемых активов предприятие может покрыть все свои обязательства с определенным запасом прочности;
- коэффициент абсолютной ликвидности составляет значение 0,5 – 0,6, следовательно, порядка 50 – 60% текущих обязательств предприятия может быть покрыто за счет денежных средств и эквивалентов. Это также является положительной тенденцией;
- коэффициент соотношения собственных и заемных средств имеет равное значение в 2009 – 2010 гг., а, следовательно, предприятие не увеличивает свою зависимость от внешних источников финансирования и повышает уровень финансирования за счет собственных средств;
- аналогичная тенденция наблюдается и по коэффициенту отношения заемных средств к совокупным активам, следовательно, финансовая независимость предприятия укрепляется, это подтверждают расчеты, проведенные выше;
- коэффициент покрытия процентных выплат в 2009 году имеет значение 2,6, т.е. операционная прибыль предприятия более чем в два раза превышает процентные выплаты. В 2010 году 42,6. А, следовательно, выплаты по займам и кредитам предприятия обеспечены должным уровнем операционной прибыли.

Проведенный анализ основных финансово-экономических показателей и финансовых результатов предприятия показывает, что исследуемое предприятие ООО «ИНСИС» является платежеспособным и финансово устойчивым, а его баланс ликвидным.

При этом обращает на себя внимание повышение операционной эффективности финансового управления, что выражается в росте отдельных финансово-экономических показателей и в росте прибыльности даже при снижении доходности.

Портфель ценных бумаг в исследуемом предприятии сформирован для размещения инвестиций преимущественно в акции компаний мобильной и фиксированной связи, интернет связи. Инвестиционная цель формирования портфеля состоит в долгосрочном вложении средств в ценные бумаги перспективных российских компаний телекоммуникационной отрасли.

Стратегия формирования портфеля ценных бумаг заключается в инвестировании в акции российских компаний с целью получения доходности выше, чем доходность рынка акций в целом за счет увеличения доли акций предприятий телекоммуникационной отрасли.

По форме инвестирования портфель ценных бумаг представляет собой долгосрочные финансовые вложения, отражаемые в балансе предприятия как внеоборотные активы. Портфель ценных бумаг был сформирован на предприятии в 2008 году как инструмент диверсификации внешних рисков, обусловленных макроэкономической нестабильностью. Динамика стоимости портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия представлена в таблице 2.4, рис. 2.4.

Таблица 2.4. – Динамика стоимости портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., тыс. руб.

Показатель	2009 год	2010 год	Динамика	
			(+,-)	в %
Акции ОАО «МГТС»	1314,0	1129,0	-185,0	-14,1
Акции ОАО «Ростелеком»	1202,3	1058,5	-143,8	-12,0
Акции ОАО «Волга Телеком»	1279,2	1177,7	-101,5	-7,9

Показатель	2009 год	2010 год	Динамика	
			(+,-)	в %
Акции ОАО «Сибирь Телеком»	1393,8	1073,9	-319,9	-23,0
Акции иных телекоммуникационных компаний	2208,7	1975,8	-232,9	-10,5
Итого	7398	6415	-983,0	-13,3

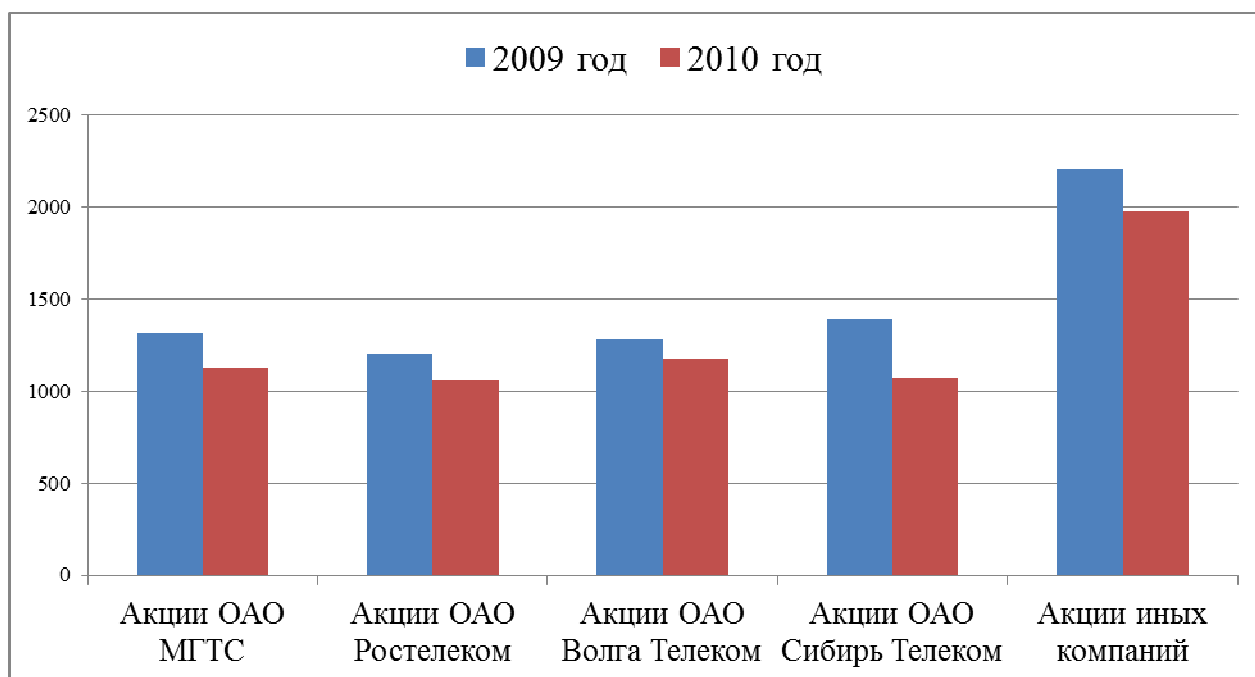


Рис. 2.4. – Динамика стоимости ценных бумаг в портфеле ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., тыс. руб.

За 2010 год стоимость портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия сократилась на 13,3%. Связано это с секвестированием сформированного портфеля ценных бумаг по итогам 2010 года и продажей части акций на рынке для получения наличных денежных средств, которые были направлены на развитие деятельности исследуемого предприятия и расширение его присутствия в регионах. В большей мере секвестирование ценных бумаг коснулось акций ОАО «Сибирь Телеком» (-23%), поскольку у данного эмитента были проблемы, связанные с корпоративным управлением. В наименьшей степени секвестирование коснулось ценных бумаг предприятия ОАО «Волга Телеком» (-7,9%). По иным ценным бумагам стоимость портфеля была сокращена на 10 – 14%.

После оценки динамики сформированного портфеля ценных бумаг ОАО «ИНСИС» необходимо рассмотреть структуру данного портфеля и определить долю каждого эмитента в нем (табл. 2.5, рис. 2.5).

Таблица 2.5. – Структура портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., тыс. руб.

Показатель	2009 год		2010 год	
	тыс. руб.	в %	тыс. руб.	в %
Акции ОАО «МГТС»	1314,0	17,8	1129,0	17,6
Акции ОАО «Ростелеком»	1202,3	16,3	1058,5	16,5
Акции ОАО «Волга Телеком»	1279,2	17,3	1177,7	18,4
Акции ОАО «Сибирь Телеком»	1393,8	18,8	1073,9	16,7
Акции иных телекоммуникационных компаний	2208,7	29,9	1975,8	30,8
Итого	7398	100,0	6415	100,0

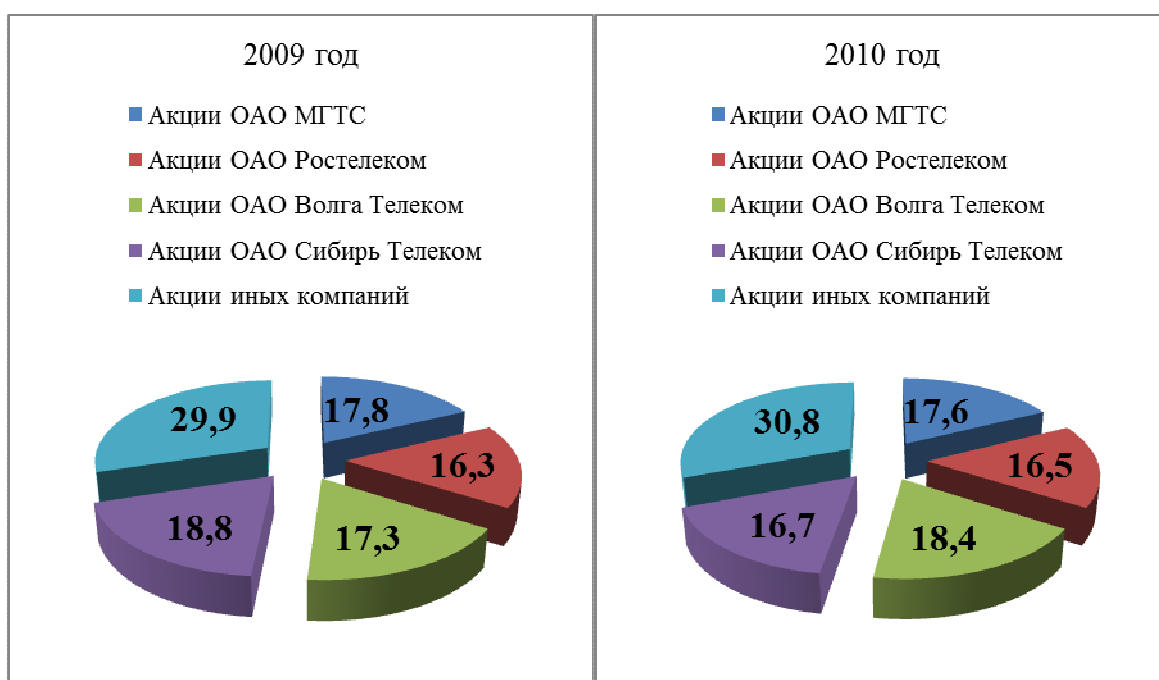


Рис. 2.5. – Структура портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг., в % к общей сумме

По итогам анализа становится очевидным, что ни один из эмитентов ценных бумаг не занимает доминирующего положения в портфеле исследуемого предприятия.

В целом значительных структурных сдвигов по портфелю за 2010 год не наблюдается, наиболее значительно сократилась доля ценных бумаг ОАО «Сибирь Телеком», что связано с указанными выше операциями по секвестированию портфеля (с 18,8% в 2009 году до 16,7% в 2010 году). Стоит отметить, что на ценные бумаги четырех предприятий (МГТС, Ростелеком, Сибирь Телеком и Волга Телеком) приходится и в 2009 году, и в 2010 году порядка 70% стоимости портфеля. В совокупности с вышесказанным это может либо потенцировать риски инвестирования, либо снижать доходность портфеля ценных бумаг. Поэтому следующее направление анализа – оценка доходности и прибыльности портфеля ценных бумаг, сформированного в ООО «ИНСИС».

2.2. Анализ доходности и прибыльности портфеля ценных бумаг

В соответствии с методикой оценки доходности портфеля ценных бумаг, обращаемых на вторичном рынке, изложенной в главе первой проведем анализ доходности портфеля исследуемого предприятия ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг. В таблице 2.6, рис. 2.6 представлен анализ и динамика доходности портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС».

Таблица 2.6. – Расчет доходности портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг.

Показатель	2009 год	2010 год	Динамика	
			(+,-)	в %
Стоимость портфеля ценных бумаг на момент покупки, тыс. руб.	6001	6001	0	0
Стоимость портфеля ценных бумаг на момент расчета, тыс. руб.	7398	6415	-983,0	-13,3
Доходность портфеля ценных бумаг на момент расчета, в %	23,3	6,9	-16,4	

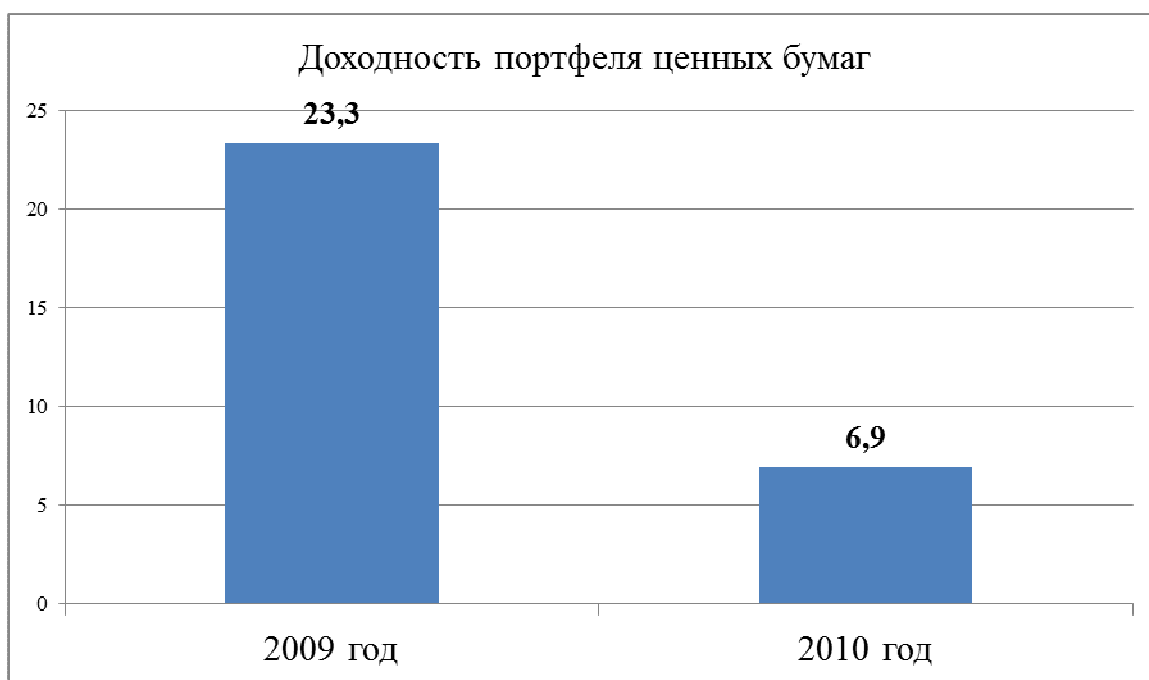


Рис. 2.6. – Динамика доходности портфеля ценных бумаг ООО «ИНИСИС» за 2009 – 2010 гг.

Стоимость портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия на момент покупки в 2008 году составляла 6001 тыс. руб., за 2009 год стоимость портфеля ценных бумаг увеличилась 7398 тыс. руб., в результате доходность портфеля составила 23,3%.

В 2010 году стоимость портфеля ценных бумаг снизилась на 13,3%, соответственно его доходность сократилась на 14,4 п.п. до 6,9%. С одной стороны это абсолютно негативная тенденция, которая указывает на неэффективность вложений. С другой стороны, стоит вспомнить, что 2009 год и 2010 год характеризовались резким конъюнктурным повышением либо снижением стоимости отдельных акций. Это было связано с тем, что в период кризисных тенденций были востребованы финансовые активы наиболее привлекательных в перспективе развития отраслей. Отрасль телекоммуникаций является одной из таких перспективных сфер реального сектора экономики, на это же указывает и динамика отраслевого индекса РТС (рис. 2.7.)²⁸.

²⁸ Данные о динамике отраслевого индекса РТС (телекоммуникации) <http://www.rts.ru/ru/index/stat/monthlyhistory.html?code=64>

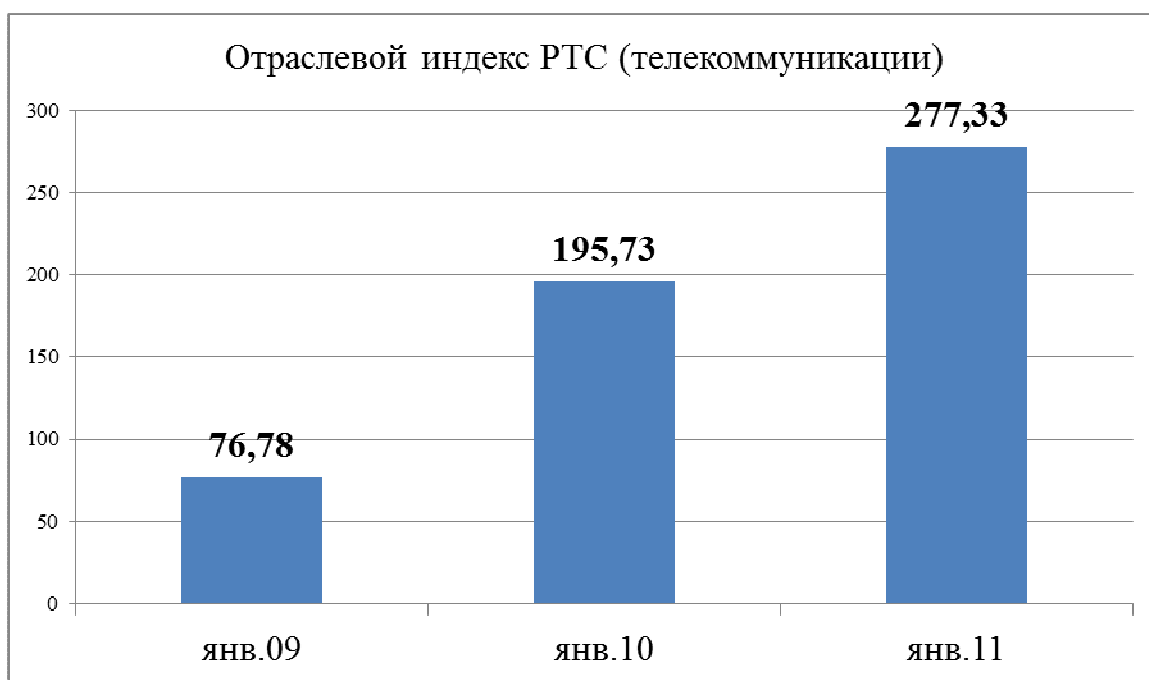


Рис. 2.7. – Динамика отраслевого индекса РТС (телекоммуникации) январь 2009 год – январь 2011 год

Очевидно, что в 2010 году отраслевой индекс РТС (телекоммуникации) показал почти трехкратный прирост, в 2011 году индекс увеличился менее чем в 2 раза. При этом стоит обратить внимание на то, что в 2010 году сфера телекоммуникаций характеризовалась увеличением масштабов слияний, в частности в ОАО «Ростелеком» были интегрированы отдельные региональные компании, а также пересмотром корпоративных стандартов в управлении и корпоративными конфликтами, в частности в ОАО «Сибирь Телеком». В результате указанной конъюнктуры рыночная стоимость ценных бумаг в отдельные периоды характеризовалась значительной волатильностью.

Кроме этого, предприятие в 2010 году секвестировало свой портфель ценных бумаг, соответственно стоимость портфеля на момент анализа снизилась, что повлекло за собой и количественную оценку совокупной доходности.

Далее, оценим доходность вложений в ценные бумаги каждого предприятия – эмитента, включенные в портфель ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг. В таблице 2.7 дана оценка доходности за 2009 год.

Таблица 2.7. – Оценка доходности по видам ценных бумаг, включенных в портфель ООО «ИНСИС» за 2009 год

Показатель	Доходность портфеля в %	Удельный вес ценной бумаги, коэффициент	Доходность вложений в ценную бумагу, в %
Акции ОАО «МГТС»	23,3	0,178	4,1
Акции ОАО «Ростелеком»		0,163	3,8
Акции ОАО «Волга Телеком»		0,173	4,0
Акции ОАО «Сибирь Телеком»		0,188	4,4
Акции иных телекоммуникационных компаний		0,299	7,0

Расчетные данные показывают, что за 2009 год наибольшей доходностью обладали акции иных телекоммуникационных компаний, данный уровень доходности обеспечивался за счет большей совокупной доли данных ценных бумаг. На втором месте по уровню доходности акции ОАО «Сибирь Телеком», поскольку доля ценных бумаг данного эмитента составляла в 2009 году 18,8%. Акции ОАО «МГТС», ОАО «Волга Телеком» и ОАО «Ростелеком» показали примерно равную доходность (от 3,8% до 4,1%).

В таблице 2.8 дана оценка доходности ценных бумаг, включенных в инвестиционный портфель исследуемого предприятия ООО «ИНСИС» за 2010 год.

Таблица 2.8. – Оценка доходности по видам ценных бумаг, включенных в портфель ООО «ИНСИС» за 2010 год

Показатель	Доходность портфеля в %	Удельный вес ценной бумаги, коэффициент	Доходность вложений в ценную бумагу в %
Акции ОАО «МГТС»	6,9	0,176	1,2
Акции ОАО «Ростелеком»		0,165	1,1
Акции ОАО «Волга Телеком»		0,184	1,3
Акции ОАО «Сибирь Телеком»		0,167	1,2
Акции иных телекоммуникационных компаний		0,308	2,1

В целом в 2010 году по портфелю ценных бумаг ООО «ИНСИС» сохраняются тенденции 2009 года, при этом стоит обратить внимание на то, что среди отдельно оцениваемых акций наибольшую доходность показывают ценные бумаги эмитента ОАО «Волга Телеком». Это еще раз подтверждает выводы о том, что за анализируемый период на доходность ценных бумаг оказывали влияние конъюнктурные факторы. Сравнительная динамика доходности представлена на рис. 2.8.

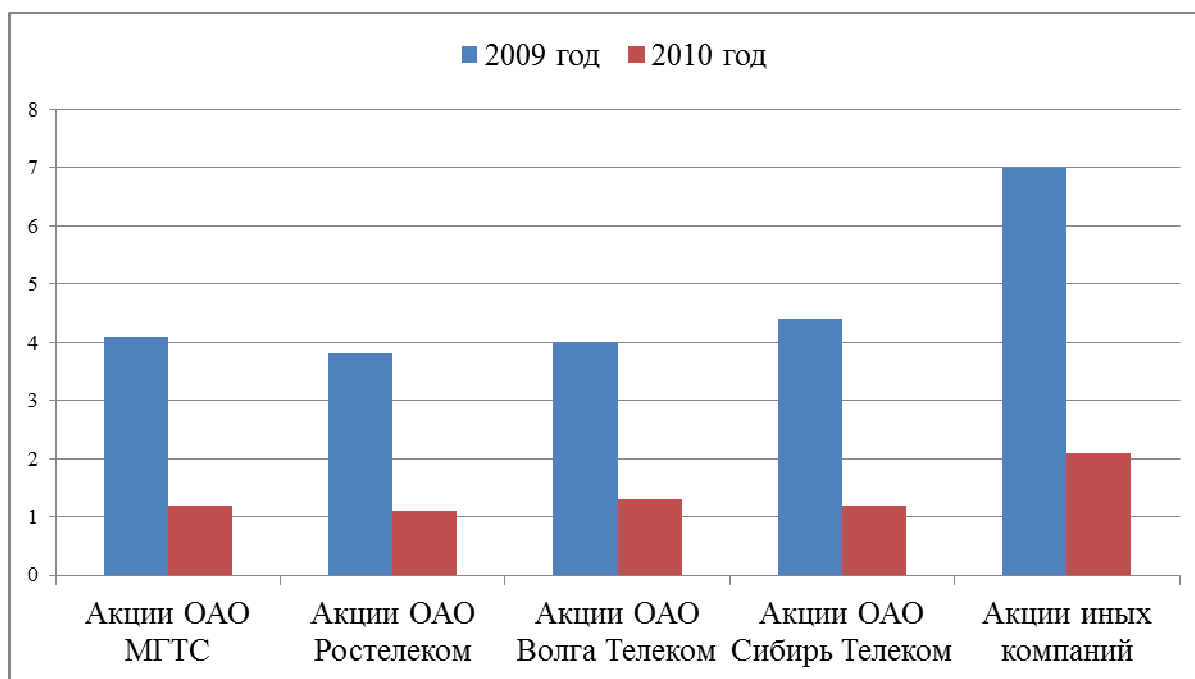


Рис. 2.8. – Сравнительная динамика доходности ценных бумаг, включённых в портфель ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг.

Сравнительный тренд показывает, что в целом за счет секвестирования инвестиционного портфеля все ценные бумаги, включённые в портфель показали снижение доходности по сравнению с 2009 годом. Однако, как уже говорилось выше, это не является отрицательной тенденцией, поскольку 2009 – 2010 гг. характеризовался значительными конъюнктурными изменениями и волатильностью рынка. На это же указывает динамика рыночных котировок акций. На рис. 2.9 представлена динамика котировок ОАО «МГТС».

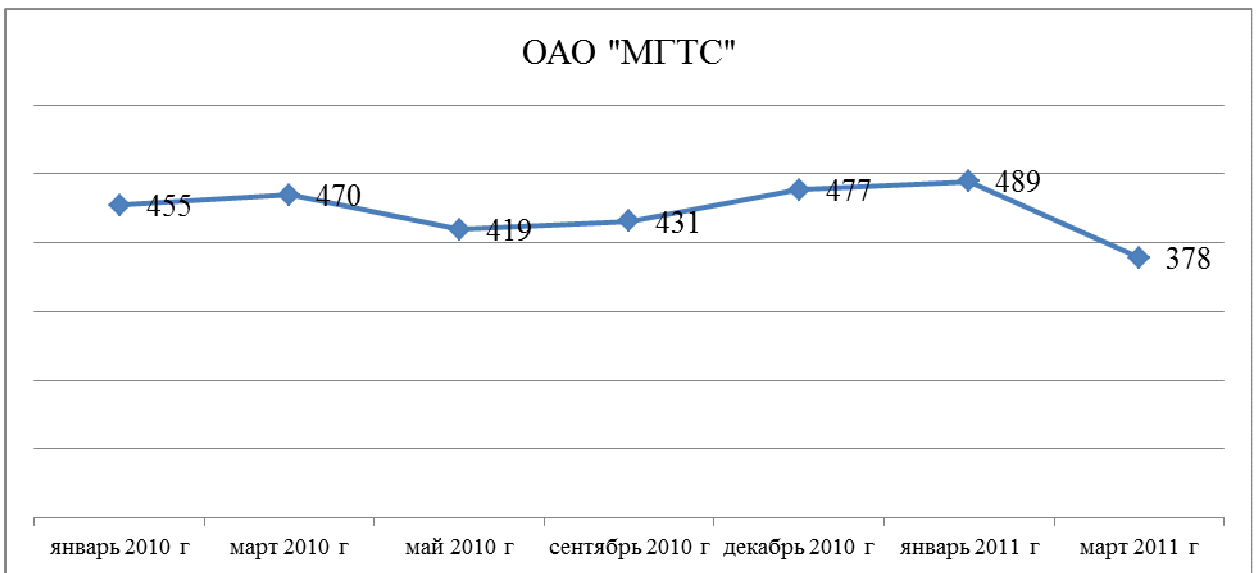


Рис. 2.9. – Динамика котировок акций ОАО «МГТС» в течение 2010 и за 1 квартал 2011 г.

Представленные данные показывают, что в течение 2010 года средняя цена на акцию ОАО «МГТС» составляла от 455 руб. в январе 2010 года до 477 руб. в декабре 2010 года. При этом наблюдалось сезонное снижение котировок в летние месяцы до 419 – 430 руб. за акцию. В 2011 году наблюдается резкое снижение котировок акций, что говорит о значительной переоценке данных ценных бумаг в предыдущие периоды. Далее на рис. 2.10 представлена динамика котировок акций ОАО «Сибирь Телеком».

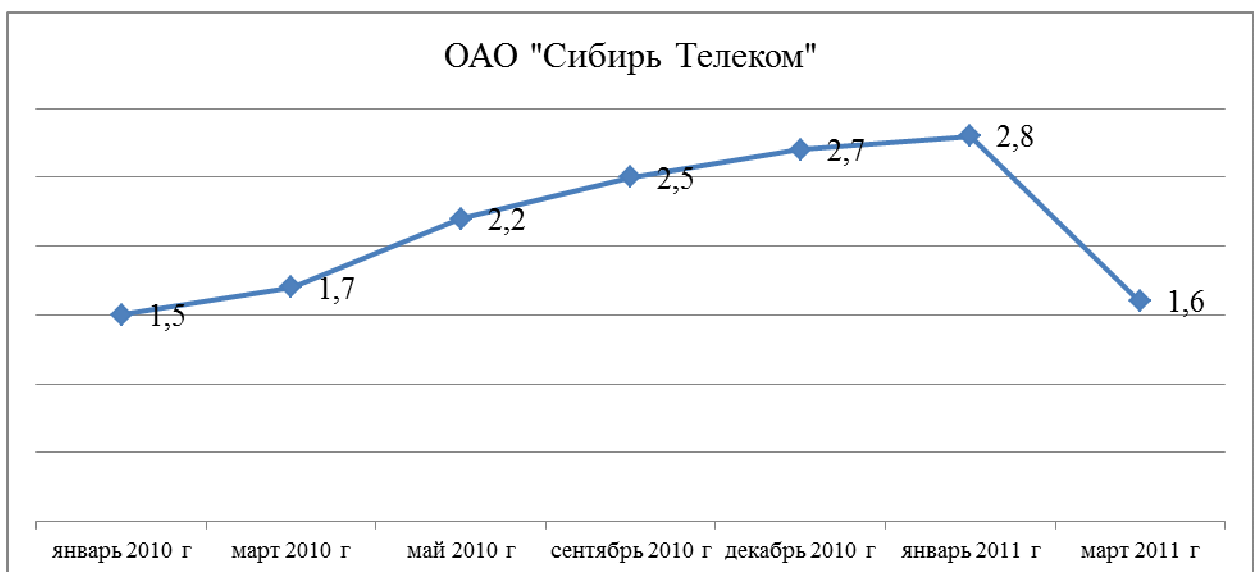


Рис. 2.10. – Динамика котировок акций ОАО «Сибирь Телеком» в течение 2010 и за 1 квартал 2011 г.

По ОАО «Сибирь Телеком» наблюдается постоянная повышательная тенденция котировок акций: от 1,5 руб. в январе 2010 года до 2,7 руб. в декабре 2010 года, очевиден прирост цены акций практически в 2 раза. В 2011 году аналогично, как и у «МГТС» наблюдается резкое снижение стоимости котировок.

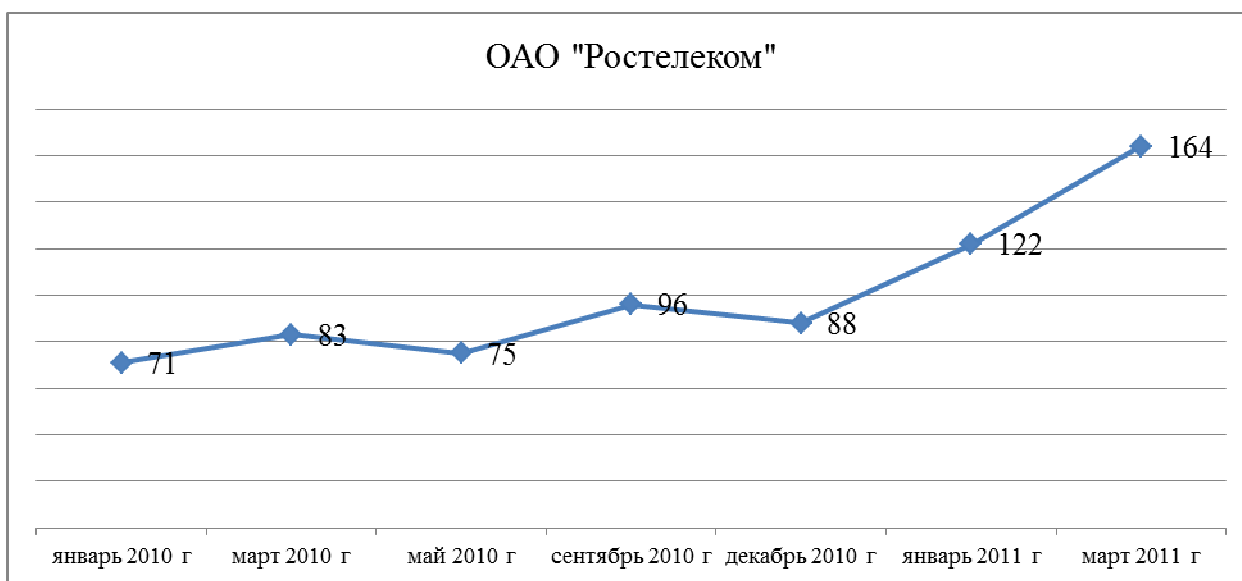


Рис. 2.11. – Динамика котировок акций ОАО «Ростелеком» в течение 2010 и за 1 квартал 2011 г.

На рис. 2.11 дана динамика котировок акций ОАО «Ростелеком»: в течение 2010 года цена варьировала от 70 руб. в январе 2010 года до 88 руб. за акцию в декабре 2010 года. В летний сезон наблюдалось понижение до 75 руб. за акцию, в сентябре наблюдался пик цены котировки до 96 руб. После присоединения к ОАО «Ростелеком» региональных компаний (в частности «Уралсвязьинформ») котировки акций данного эмитента резко пошли вверх и превысили планку в 160 руб. в первом квартале 2011 года.

На рис. 2.12 представлена динамика котировок акций ОАО «Волга Телеком» в течение 2010 года и за первый квартал 2011 года.



Рис. 2.12. – Динамика котировок акций ОАО «Волга Телеком» в течение 2010 и за 1 квартал 2011 г.

Динамика показывает, что ОАО «Волга Телеком» показывает наибольшую нестабильность котировок: если на начало 2010 года рыночная цена за одну акцию составляла 105 – 112 руб., то уже на середину 2010 года стоимость акций колебалась в среднем до 10 – 11 руб.

Падение акций было связано с возможными корпоративными изменениями внутри предприятия, которые фактически не состоялись и в ближайшем будущем по заявлению менеджмента ОАО «Волга Телеком» не планируются, соответственно акции предприятия, начиная с 3 квартала 2010 года, неуклонно возрастают в цене.

Более точную оценку доходности ценных бумаг и эффективности инвестирования в них дает коэффициент «кратное прибыли» (P/EPS), рассчитанный в таблице 2.9. Коэффициент P/ EPS показывает переоценку или недооценку рынком той или иной ценной бумаги. Очевидно, что акции ОАО «МГТС» и ОАО «Сибирь Телеком» в значительной мере переоценены рынком, поскольку текущая рыночная цена акции превышает получаемый размер прибыли на акцию в 5,4 и 13,5 раз соответственно. Ценные бумаги «Ростелеком» недооценены рынком, поскольку текущая рыночная цена акции составляет всего 2% от прибыли на одну акцию, полученной по итогам 2010 года.

Таблица 2.9. – Анализ текущей рыночной цены акций и прибыли на акцию (показатель «кратное прибыли»), включенных в портфель ценных бумаг ООО «ИНСИС» по итогам 2010 года

Предприятие - эмитент	Показатели		
	текущая рыночная цена акции, P _{рын} , руб.	прибыль на акцию, EPS, руб.	кратное прибыли, P/ EPS
ОАО «МГТС»	475	89,88	5,4
ОАО «Сибирь Телеком»	1,6	0,118	13,55
ОАО «Ростелеком»	164	6309	0,02
ОАО «Волга Телеком»	167	100	1,67

У ОАО «Волга Телеком» наблюдается оптимальное соотношение текущей рыночной стоимости и прибыли на одну акцию по итогам 2010 года, таким образом, ценные бумаги данного предприятия показывают наибольшую инвестиционную эффективность.

Таким образом, анализ доходности портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия ООО «ИНСИС» показывает, что порядка 30% акций, включенных в портфель, приходится на значительно переоцененные рынком финансовые инструменты. Это в свою очередь может в дальнейшем потенцировать прирост рисков портфеля ценных бумаг, поскольку значительная переоценка акций в настоящем, может обернуться резким падением их стоимости в будущем.

2.3. Анализ и оценка рисков портфеля ценных бумаг

Риски ценных бумаг, включенных в инвестиционный портфель ООО «ИНСИС» необходимо оценивать по двум направлениям:

- во-первых, рыночные риски, которые обусловлены изменениями на финансовых рынках, т.е. спекулятивные риски;
- во-вторых, риски управления портфелем ценных бумаг, т.е. внутренние или системные риски самого предприятия, если рассматривать их в совокупности с рыночными рисками.

В таблице 2.10 дан расчет коэффициента ковариации по портфелю ценных бумаг ООО «ИНСИС» по состоянию на начало 2010 года. Для обеспечения сопоставимости сравнений в качестве альтернативного безрискового вложения принята ставка ГКО – ОФЗ, установленная Центральным банком РФ на среднесрочный период.

Таблица 2.10. – Расчет коэффициента ковариации портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» по состоянию на начало 2011 года

Показатель	Доходность ценной бумаги	Средняя доходность ценной бумаги	Доходность альтернативного вложения	Средняя доходность альтернативного вложения	Ковариация
Акции ОАО «МГТС»	1,2	2,7	4,64	5,42	1,1
Акции ОАО «Ростелеком»	1,1	2,5	4,64	5,42	1,0
Акции ОАО «Волга Телеком»	1,3	2,6	4,64	5,42	1,0
Акции ОАО «Сибирь Телеком»	1,2	2,8	4,64	5,42	1,3
Акции иных телекоммуникационных компаний	2,1	4,5	4,64	5,42	1,9

Проведенный расчет показывает, что наибольший уровень изменчивости наблюдается по ценным бумагам ОАО «Сибирь Телеком» и иных телекоммуникационных компаний. По последним высокий уровень изменчивости обусловлен тем, что акции данных компаний анализируются в совокупности, поскольку каждый отдельный эмитент, включенный в категорию иных компаний, не превышает долю в портфеле более 3 – 5%.

Наименьшая изменчивость ценных бумаг эмитентов ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком», что в целом подтверждает результаты анализа доходности. Средний уровень изменчивости акций у ОАО «МГТС». Далее в таблице 2.10 дана оценка коэффициента корреляции ценных бумаг.

Таблица 2.10. – Расчет коэффициента ковариации портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС» по состоянию на начало 2011 года

Показатель	Ковариация	Стандартное отклонение ценной бумаги	Стандартное отклонение альтернативного вложения	Корреляция
Акции ОАО «МГТС»	1,1	2,1	0,61	0,88
Акции ОАО «Ростелеком»	1,0	1,7	0,61	0,97
Акции ОАО «Волга Телеком»	1,1	1,9	0,61	0,93
Акции ОАО «Сибирь Телеком»	1,3	2,6	0,61	0,79
Акции иных телекоммуникационных компаний	1,9	5,8	0,61	0,53
Среднее значение корреляции				0,80

Коэффициент корреляции в целом по портфелю составляет значение 0,8, что соответствует невысокому уровню риска. Равнозначную оценку можно получить, если учесть, что коэффициент корреляции будет равен β согласно теории Г. Марковица (САРМ). С другой стороны, необходимо учитывать, что наибольший разброс (стандартное отклонение) показывают акции ОАО «Сибирь Телеком» и акции иных телекоммуникационных компаний, оцениваемых в совокупности, однако последние как уже говорилось выше, не имеют каждая в отдельности значительного удельного веса в портфеле ценных бумаг.

По состоянию на начало 2011 года акции ОАО «Сибирь Телеком» показывают разброс доходности $1,9 \pm 2,6$, следовательно, доходность по данным акциям может составить от 4,5% до минус 0,7%, т.е. ООО «ИНСИС» может получить по данным ценным бумагам убытки. В целом чем меньше диапазон стандартного отклонения, тем меньше инвестиционные риски. В данном случае низкие инвестиционные риски наблюдаются по ценным бумагам эмитентов ОАО «Волга Телеком» и ОАО «Ростелеком». Средний инвестиционный риск у ОАО «МГТС».

Оценку внутренних рисков можно получить на основании экспертных оценок. Для обеспечения точности экспертного мнения все наиболее существенные риски, реализуемые системой финансового управления исследуемого предприятия ООО «ИНСИС», обобщены в таблице 2.11 и им дана оценка по столбальной процентной шкале.

Таблица 2.11. – Результаты оценки рисков существующей системы менеджмента ООО «ИНСИС»

Перечень рисков	Эксперты			V _i
	I	II	III	
Риски инвестиционных решений	25	22	21	22,7
Риски переоценки активов	19	21	23	21,0
Риски нарушений законодательства и рост вероятности применения санкций	16	13	15	14,7

Риски финансовых потерь, упущенных выгод	20	23	18	20,3
Риски снижения финансовой устойчивости без объективных причин	14	12	11	12,3
Риски роста ошибок, обусловленных человеческим фактором	18	17	15	16,7
Возможная синергия рисков	25	26	25	25,3

Эксперты (сотрудники финансового департамента ООО «ИНСИС») оценивали каждый отдельный риск следующим образом:

- От 0 до 30% низкая вероятность наступления рисковог о события;
- От 31 до 50% средняя вероятность наступления рисковог о события;
- От 51 до 100% высокая вероятность наступления рисковог о события.

Суммарная оценка вероятности наступления рисковог о события рассчитывается по формуле средней арифметической.

Весовые значения каждому риску проставлены согласно рейтингу от 1 до 7 (рейтинг риска/100%), где 1 – наименьший рейтинг (риск минимален), 7 – наибольший рейтинг (риск максимален). Подсчет риска по каждой группе производится по формуле²⁹:

$$R_i = \sum_{i=1}^N W_i * V_i$$

Где:

W_i – вес фактора риска;

V_i – средняя оценка риска.

Расчет вероятности возникновения рисковог о событий представлен в таблице 2.12, динамика вероятности рисков, реализуемых существующим состоянием менеджмента в ООО «ИНСИС» представлена на рис. 2.13.

²⁹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2008. – С. 298

Таблица 2.12. – Окончательная оценка рисков, реализуемых существующим состоянием менеджмента в ООО «ИНСИС»

Перечень рисков	Вес W_i	Средняя оценка V_i	Вероятность
			$(W_i \cdot V_i)$
Риски инвестиционных решений	0,04	22,7	0,9
Риски переоценки активов	0,02	21,0	0,4
Риски нарушений законодательства и рост вероятности применения санкций	0,03	14,7	0,4
Риски финансовых потерь, упущенных выгод	0,05	20,3	1,0
Риски снижения финансовой устойчивости без объективных причин	0,01	12,3	0,1
Риски роста ошибок, обусловленных человеческим фактором	0,07	16,7	1,2
Возможная синергия рисков	0,06	25,3	1,5
Итого, по всем рискам	5,6		

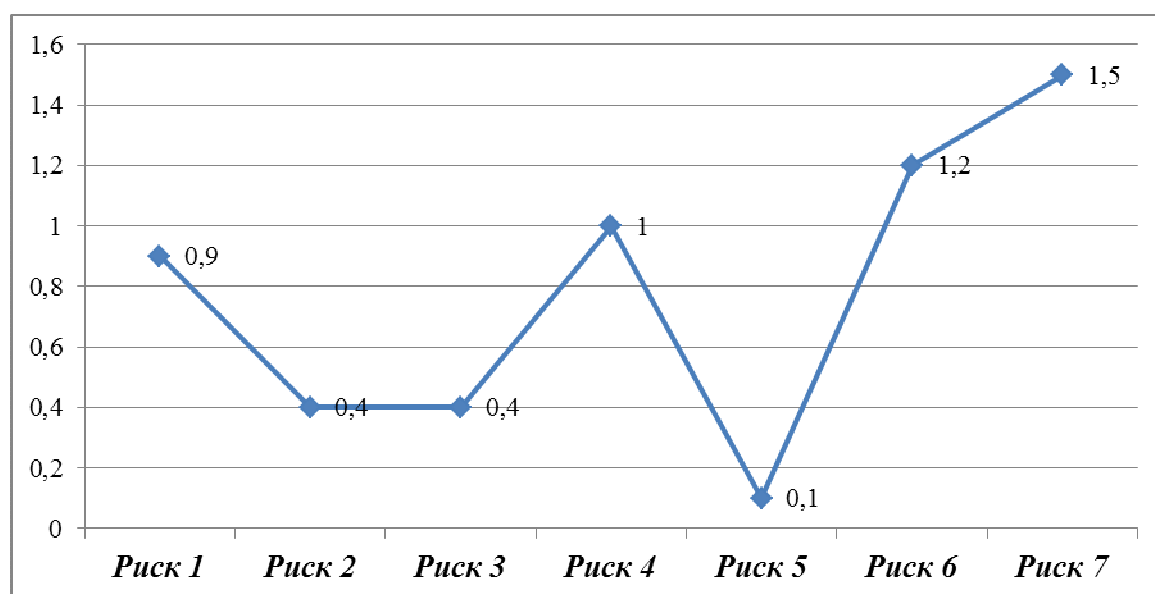


Рис. 2.13. – Кривая динамики рисков, реализуемых существующим состоянием менеджмента в ООО «ИНСИС»

Представленные расчеты показывают, что эксперты, участвующие в оценке рисков, достаточно серьезно оценивают вероятность того или иного рискованного события: четыре из семи оценок рискованных факторов находятся на уровне средней или высокой вероятности возникновения, наибольшие опасения вызывает возможность синергии рискованных событий. При этом средняя суммарная оценка рискованных событий составляет всего 5,6%.

Следовательно, имеющиеся в настоящее время инструменты минимизации внутреннего риска, в том числе по портфелю ценных бумаг, в исследуемом предприятии ООО «ИНСИС» можно признать оптимальными. Таким образом, по итогам проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

- во-первых, относительно рыночных тенденций портфель ценных бумаг ООО «ИНСИС» диверсифицирован достаточно слабо – порядка 70% стоимости портфеля приходится на ценные бумаги четырех эмитентов;
- во-вторых, с одной стороны изменение доходности портфеля ценных бумаг обусловлено секвестированием, с другой стороны по отдельным ценным бумагам, включенным в портфель, наблюдается достаточно большой разброс доходности, который может потенцировать прирост рисков;
- в-третьих, порядка 30% стоимости портфеля приходится на ценные бумаги в значительной мере переоценённые рынком, что также в дальнейшем может привести к росту вероятности развития рисков инвестирования и соответственно снижения доходности.

Все вышесказанное определяет необходимость принятия мер по диверсификации портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия ООО «ИНСИС» с целью минимизации рисков. Рекомендации по оптимизации портфеля ценных бумаг будут представлены в следующей главе.

Глава 3. Рекомендации по совершенствованию структуры портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС», обращаемых на вторичном рынке для минимизации рисков

3.1. Диверсификация портфеля ценных бумаг с целью минимизации рисков

Рекомендации по диверсификации портфеля ценных бумаг необходимо начать с аудита инвестиционной привлекательности эмитентов, чьи ценные бумаги включены в портфель, сформированный в ООО «ИНСИС». Первый шаг аудита инвестиционной привлекательности эмитентов, ценные бумаги которых обращаются на вторичном рынке и включены в портфель ООО «ИНСИС», заключается в расчете интегральных показателей в соответствии с методикой, изложенной в главе первой. Расчет интегральных показателей проводится на основании официальной публикуемой отчетности эмитентов ценных бумаг.

Таблица 3.1. – Финансовые коэффициенты, участвующие в расчете интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «МГТС»

Показатель	Значение
Коэффициент автономии	0,94
Коэффициент текущей ликвидности	4,95
Коэффициент оборачиваемости активов	0,46
Коэффициент рентабельности активов	0,16
Рентабельность по EBITDA	0,30
Отношение чистых активов к уставному капиталу	15,14
Прибыль на одну акцию, руб.	88,98

Расчеты показывают, что коэффициент автономии, характеризующий независимость предприятия от внешних источников финансирования составляет значение 0,94, т.е. фактически все имущество предприятия и его основная деятельность финансируется за счет собственных средств.

Текущая ликвидность предприятия составляет значение 4,95, т.е. текущие активы предприятия практически в 5 раз превышают текущие обязательства, следовательно, платежеспособность у предприятия – эмитента ОАО «МГТС» достаточная. Оборачиваемость активов предприятия ОАО «МГТС» относительно низкая - менее 1 оборота в год. Связано это с тем, что отрасль телекоммуникаций капиталоемкая и основные средства предприятия в валюте баланса устойчиво составляют долю порядка 80%.

Коэффициент рентабельности активов, рассчитываемый как отношение прибыли до налогообложения к стоимости активов, составляет значение 0,16, т.е. фактически на каждую 1 тыс. руб., инвестированную в имущество предприятие получает порядка 160 руб. прибыли до налогообложения.

Отношение суммы чистых активов к капиталу показывает превышение стоимости чистых активов над стоимостью оплаченного уставного капитала, в ОАО «МГТС» сумма стоимости чистых активов выше суммы уставного капитала более чем в 15 раз. Согласно приказу Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 29 января 2003 г. «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» стоимость чистых активов акционерного общества не должна быть меньше суммы уставного оплаченного капитала на момент анализа. Это требование соблюдено. Прибыль ОАО «МГТС» в расчете на одну акцию по состоянию на начало 2010 года составляет 88,98 руб.

Аналогичным образом рассчитаем показатели инвестиционной привлекательности остальных предприятий-эмитентов, чьи ценные бумаги, включены в портфель ООО «ИНСИС». В таблице 3.2 представлен расчёт коэффициентов, характеризующих инвестиционную привлекательность ценных бумаг предприятия – эмитента ОАО «Сибирь Телеком». Расчеты показывают, что коэффициент автономии, характеризующий независимость предприятия от внешних источников финансирования составляет значение 0,5, т.е. фактически имущество предприятия и его основная деятельность финансируется за счет собственных средств только на 50%, в остальном привлекаются заемные средства.

Таблица 3.2. – Финансовые коэффициенты, участвующие в расчете интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг

ОАО «Сибирь Телеком»

Показатель	Значение
Коэффициент автономии	0,50
Коэффициент текущей ликвидности	0,43
Коэффициент оборачиваемости активов	0,75
Коэффициент рентабельности активов	0,08
Рентабельность по EBITDA	0,17
Отношение чистых активов к уставному капиталу	7,47
Прибыль на одну акцию, руб.	0,118

Текущая ликвидность предприятия составляет значение 0,43, т.е. текущие активы предприятия практически в 2 раза меньше текущих обязательств, следовательно, платежеспособность у предприятия – эмитента ОАО «Сибирь Телеком» недостаточная, поскольку в норме текущие активы должны быть больше или равны текущим обязательствам. Оборачиваемость активов предприятия ОАО «Сибирь Телеком» относительно низкая и составляет менее 1 оборота в год. Показатель оборачиваемости активов ОАО «Сибирь Телеком» приемлем в рамках исследуемой отрасли, что связано со спецификой деятельности.

Коэффициент рентабельности активов, рассчитываемый как отношение прибыли до налогообложения к стоимости активов, составляет значение 0,08, т.е. фактически на каждую 1 тыс. руб., инвестированную в имущество предприятие получает порядка всего 80 руб. прибыли до налогообложения, т.е. в 2 раза меньше, чем предыдущий эмитент. Отношение суммы чистых активов к капиталу показывает превышение стоимости чистых активов над стоимостью оплаченного уставного капитала, в ОАО «Сибирь Телеком» сумма стоимости чистых активов выше суммы уставного капитала более чем в 7 раз, требование выше указанного Приказа Минфина соблюдено. Прибыль, полученная ОАО «Сибирь Телеком», в расчете на одну акцию составляет всего 0,18 руб.

Следующий эмитент, показатели которого приняты к расчету инвестиционной привлекательности ценных бумаг, – это ОАО «Ростелеком». В табл. 3.3 приведен расчет коэффициентов, характеризующих инвестиционную привлекательность ценных бумаг ОАО «Ростелеком».

Таблица 3.3. – Финансовые коэффициенты, участвующие в расчете интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг
ОАО «Ростелеком»

Показатель	Значение
Коэффициент автономии	0,82
Коэффициент текущей ликвидности	4,20
Коэффициент оборачиваемости активов	0,82
Коэффициент рентабельности активов	0,09
Рентабельность по EBITDA	0,12
Отношение чистых активов к уставному капиталу	24492,00
Прибыль на одну акцию, руб.	6300,90

Расчеты показывают, что коэффициент автономии, характеризующий независимость предприятия от внешних источников финансирования составляет значение 0,82, т.е. фактически имущество предприятия и его основная деятельность финансируется за счет собственных средств 82%, что является положительным моментом.

Текущая ликвидность предприятия составляет значение 4,2, т.е. текущие активы предприятия более чем в 4 раза превышают стоимость текущих обязательств, следовательно, платежеспособность у предприятия – эмитента ОАО «Ростелеком» достаточная. Оборачиваемость активов предприятия ОАО «Ростелеком» выше аналогичных показателей предыдущих эмитентов, однако также не превышает 1 оборота в год. Причина тому была указана выше.

Коэффициент рентабельности активов, рассчитываемый как отношение прибыли до налогообложения к стоимости активов, составляет значение 0,09, т.е. фактически на каждую 1 тыс. руб., инвестированную в имущество предприятие получает порядка 90 руб. прибыли до налогообложения, т.е. в 2 раза

меньше, чем эмитент ОАО «МГТС» и на 12% больше, чем эмитент ОАО «Сибирь Телеком». Показатель EBITDA в ОАО «Ростелеком» один из самых низких из исследуемых эмитентов, если в ОАО «МГТС» данный показатель составлял 30%, в ОАО «Сибирь Телеком» данный показатель составлял 17%, то в ОАО «Ростелеком» данный показатель составляет всего 12%.

Отношение суммы чистых активов к капиталу показывает превышение стоимости чистых активов над стоимостью оплаченного уставного капитала, в ОАО «Ростелеком» сумма стоимости чистых активов выше суммы уставного капитала более чем в 24 тыс. раз. Такое превышение обусловлено малым размером уставного капитала. Соответственно прибыль, полученная ОАО «Ростелеком» в расчете на одну акцию по состоянию на 31 декабря 2009 года составляет максимальное значение 6300,9 руб.

Далее рассчитаем интегральные показатели инвестиционной привлекательности ценных бумаг предприятия – эмитента ОАО «Волга Телеком» (табл. 3.4).

Таблица 3.4. – Финансовые коэффициенты, участвующие в расчете интегрального показателя инвестиционной привлекательности ОАО «Волга Телеком»

Показатель	Значение
Коэффициент автономии	0,56
Коэффициент текущей ликвидности	2,35
Коэффициент оборачиваемости активов	0,90
Коэффициент рентабельности активов	0,47
Рентабельность по EBITDA	0,65
Отношение чистых активов к уставному капиталу	16,85
Прибыль на одну акцию, руб.	100,00

Расчеты показывают, что коэффициент автономии, характеризующий независимость предприятия от внешних источников финансирования составляет значение 0,56.

Фактически имущество предприятия и его основная деятельность финансируется за счет собственных средств только на 56%, что является положительным моментом, однако его нельзя признать достаточным, поскольку выше были проанализированы эмитенты, которые имеют более высокие показатели. Текущая ликвидность предприятия составляет значение 2,35, т.е. текущие активы предприятия более чем в 2 раза превышают стоимость текущих обязательств, следовательно, платежеспособность у предприятия – эмитента ОАО «Волга Телеком» достаточная.

Оборачиваемость активов предприятия ОАО «Волга Телеком» выше аналогичных показателей предыдущих эмитентов, однако также не превышает 1 оборота в год, причина тому была указана выше. Коэффициент рентабельности активов, рассчитываемый как отношение прибыли до налогообложения к стоимости активов, составляет значение 0,47, т.е. фактически на каждую 1 тыс. руб., инвестированную в имущество предприятие получает порядка 470 руб. прибыли до налогообложения. По этому показателю эмитент «Волга Телеком» показывает наилучшее значение из всех анализируемых показателей.

Рентабельность по EBITDA у данного эмитента практически максимальная – на каждую 1 тыс. приходится 650 руб. операционной прибыли предприятия. Отношение суммы чистых активов к капиталу показывает превышение стоимости чистых активов над стоимостью оплаченного уставного капитала, в ОАО «Волга Телеком» сумма стоимости чистых активов выше суммы уставного капитала более чем в 16,8 раз. Прибыль ОАО «Волга Телеком» в расчете на одну акцию по состоянию на начало 2010 года составляет максимальное значение 100 руб.

Проведенный анализ показывает, что наибольшей инвестиционной привлекательностью на данном этапе анализа обладают ценные бумаги ОАО «Волга Телеком» и «Ростелеком», инвестиционная привлекательность ОАО «МГТС» и «Сибирь Телеком» несколько ниже.

Необходимо отметить, что на данном этапе объективно оценить уровень инвестиционной привлекательности того или иного предприятия – эмитента нельзя. Поэтому далее на основании методики предложенной в рамках п. 1.2 данной дипломной работы необходимо рассчитать интегральный показатель инвестиционной привлекательности ценных бумаг предприятий – эмитентов, включенных в портфель ООО «ИНСИС» и сформировать их рейтинг.

Для рейтингования предприятий по инвестиционной привлекательности необходимо выбрать эталонные показатели (лучшие из имеющихся по сравниваемым предприятиям). В табл. 3.5 сведены показатели проанализированных выше предприятий – эмитентов.

Таблица 3.5. – Выбор лучших показателей предприятий – эмитентов для формирования рейтинга инвестиционной привлекательности ценных бумаг

Показатель	Предприятия – эмитенты			
	МГТС	Сибирь Телеком	Ростелеком	Волга Телеком
Коэффициент автономии	0,94	0,50	0,82	0,56
Коэффициент текущей ликвидности	4,95	0,43	4,20	2,35
Коэффициент оборачиваемости активов	0,46	0,75	0,82	0,90
Коэффициент рентабельности активов	0,16	0,08	0,09	0,47
Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,30	0,17	0,12	0,65
Отношение чистых активов к капиталу	15,14	7,47	24492,00	16,85
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	88,98	0,118	6300,9	100,0

Представленные обобщённые данные показывают, что лучший показатель коэффициента автономии у ОАО «МГТС», но лучший коэффициент отношения чистых активов и прибыли на одну акцию у ОАО «Ростелеком». Лучшие показатели коэффициента оборачиваемости активов, их рентабельности и рентабельности по EBITDA у предприятия ОАО «Волга Телеком».

Отбор лучших из имеющихся показателей, полученных в ходе предыдущих расчетов, позволяет сформировать показатели эталонного предприятия – эмитента ценных бумаг, которые представлены в приложении 3. Далее рассчитаем интегральные показатели инвестиционной привлекательности ценных бумаг предприятий – эмитентов, включённых в портфель ООО «ИН-СИС» (табл. 3.6 – табл. 3.9).

Таблица 3.6. – Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «МГТС»

Показатель	Значение		$(1 - k_{ij} \div k_{i\text{эталон}})^2$
	МГТС	Эталон	
Коэффициент автономии	0,94	0,94	0,0
Коэффициент текущей ликвидности	4,95	4,95	0,0
Коэффициент оборачиваемости активов	0,46	0,90	0,2
Коэффициент рентабельности активов	0,16	0,47	0,4
Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,30	0,65	0,3
Отношение чистых активов к капиталу	15,14	24492,0	1,0
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	88,98	6300,9	1,0
Интегральный показатель	---		1,7

В табл. 3.7 дан расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Сибирь Телеком».

Таблица 3.7. – Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Сибирь Телеком»

Показатель	Значение		$(1 - k_{ij} \div k_{i\text{эталон}})^2$
	Сибирь Телеком	Эталон	
Коэффициент автономии	0,50	0,94	0,2
Коэффициент текущей ликвидности	0,43	4,95	0,8
Коэффициент оборачиваемости активов	0,75	0,90	0,0
Коэффициент рентабельности активов	0,08	0,47	0,7

Продолжение табл. 3.7

Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,17	0,65	0,5
Отношение чистых активов к капиталу	7,47	24492,00	1,0
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	0,118	6300,90	1,0
Интегральный показатель	---		2,1

В табл. 3.8 дан расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Ростелеком».

Таблица 3.8. – Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Ростелеком»

Показатель	Значение		$(1 - k_{ij} \div k_{i\text{эталон}})^2$
	Ростелеком	Эталон	
Коэффициент автономии	2	3	4
Коэффициент текущей ликвидности	0,82	0,94	0,02
Коэффициент оборачиваемости активов	4,20	4,95	0,02
Коэффициент рентабельности активов	0,82	0,90	0,01
Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,09	0,47	0,7
Отношение чистых активов к капиталу	0,12	0,65	0,7
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	24492,00	24492,00	0,00
Интегральный показатель	---		1,2

В таблице 3.9 дан расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Волга Телеком».

Таблица 3.9. – Расчет интегрального показателя инвестиционной привлекательности ценных бумаг ОАО «Волга Телеком»

Показатель	Значение		$(1 - k_{ij} \div k_{i\text{эталон}})^2$
	Волга Телеком	Эталон	
Коэффициент автономии	0,56	0,94	0,2
Коэффициент текущей ликвидности	2,35	4,95	0,3
Коэффициент оборачиваемости активов	0,90	0,90	0,0

Коэффициент рентабельности активов	0,47	0,47	0,0
Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,65	0,65	0,0
Отношение чистых активов к капиталу	16,85	24492,00	1,00
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	100,00	6300,90	1,0
Интегральный показатель	---		1,6

Сведем полученные оценки в табл.3.10 и сформируем рейтинг ценных бумаг предприятий – эмитентов, включенных в портфель ОАО «ИНСИС».

Таблица 3.10. – Рейтинговая оценка ценных бумаг на основе интегрального показателя инвестиционной привлекательности

Предприятие	Интегральный показатель, $K_{ип}$	Рейтинг
ОАО «Ростелеком»	1,2	1
ОАО «Сибирь Телеком»	2,1	4
ОАО «МГТС»	1,7	3
ОАО «ВолгаТелеком»	1,6	2

Поскольку интегральный показатель инвестиционной привлекательности рассчитывался по методу отклонений фактически показателей от эталонных, то чем меньше его значение, тем выше рейтинг ценных бумаг предприятий – эмитентов. Проведенный анализ позволяет определить, что наибольшей инвестиционной привлекательностью обладает ОАО «Ростелеком», наименьшей – «Сибирь Телеком», что в целом соответствует выводам, полученным в главе второй. Далее на основании полученных данных необходимо сформировать структуру портфеля ценных бумаг с учетом риска по каждой ценной бумаге.

3.2. Формирование портфеля ценных бумаг с учетом рисков инвестирования

Переходя к рекомендациям по инвестированию в ценные бумаги исследуемых предприятий отрасли телекоммуникаций и связи, необходимо отметить, что один из важнейших аспектов инвестирования – уровень рисков вложения средств в те или иные ценные бумаги.

Поэтому далее необходимо оценить риски инвестирования, согласно модели представленной в главе первой данной дипломной работы. В приложении 4 представлена балльная оценка показателей, задействованных в расчете уровня риска инвестиций в ценные бумаги. В табл. 3.11 представлен расчет отклонений указанных показателей от критического в баллах, а также данная суммарная оценка рисков составляющей.

Таблица 3. 11. – Оценка рисков составляющей предприятий – эмитентов

Показатели	Предприятия - эмитенты			
	МГТС	Сибирь Телеком	Рос телеком	Волга Телеком
	оценка отклонения показателей от критического в баллах			
1. Коэфф. выплаты дивидендов по акциям	-3	-2	-2	-2
2. Коэфф. выплат по займам и кредитам	-3	-2	-3	-3
3. Коэфф. выплат по приобретенным инвестициям	-2	-2	-3	-3
4. Уровень инвестиций	-1	-1	-1	-1
5. Эффект финансового рычага	-2	0	-1	-1
6. Коэффициент покрытия	-3	0	-3	-2
7. Коэфф. быстрой ликвидности	-3	-2	-3	-3
8. Коэфф. абс. ликвидности	-3	-1	-3	-3
9. Коэффициент маневр. функционирующего капитала	-3	-3	-3	-3
10. Коэфф. маневренности капитала	-3	-3	-3	-3
11. Коэфф. автономии	-3	-3	-3	-3
12. Коэфф. финансовой независимости	-3	-3	-3	-3
13. Коэфф. финанс. зависим.	-3	-3	-3	-3
14. Коэфф. краткоср. пассивов	0	0	0	0

Продолжение табл. 3.11

15. Коэфф. долгоср. пассивов	0	0	0	0
16. Рентабельность осн. капитала	-2	-2	-2	-3
17. Рентабельность собственного капитала,	-2	-1	-1	-3
18. Рентабельность затрат	-3	-3	-2	-3
19. Рентабельность продаж	-3	-3	-3	-3
20. Коэффициент оборачиваем. обор. средств	-2	-3	-1	-2
21. Фондоотдача	0	0	-1	-1
22. Отношение темпа роста производительности труда к темпу роста оплаты труда	-3	-1	-3	-2
23. Коэффициент обновления	-2	-1	-2	-2
24. Коэффициент износа	-3	-3	-3	-3
25. Доля собственных обор. средств в оборотных активах	-3	0	-1	0
26. Доля функционирующего кап. в общей сумме обор. ср-в	0	0	0	0
Общая сумма отклонений в баллах	-58	-42	-53	-55
Коэффициент k_2	-2,2	-1,6	-2,0	-2,1

После расчета рискованной составляющей необходимо рассчитать экономическую составляющую (отношение чистой прибыли к краткосрочным и долгосрочным займам и кредитам стр. 590 + 610) и рассчитать коэффициент инвестиционной привлекательности каждого предприятия – эмитента, чьи ценные бумаги включены в фондовый портфель ООО «ИНСИС» (табл. 3.12, рис. 3.1).

Таблица 3.12. – Расчет инвестиционной привлекательности ценных бумаг предприятий – эмитентов с учетом риска

Показатель	Предприятия - эмитенты			
	МГТС	Сибирьтелеком	Ростелеком	Волга Телеком
Коэффициент k_1	8,95	0,15	0,77	1,05
Коэфф. инвестиционной привлекательности $K_{инп} = k_1 * (1 - k_2)$	28,92	0,40	2,33	3,26

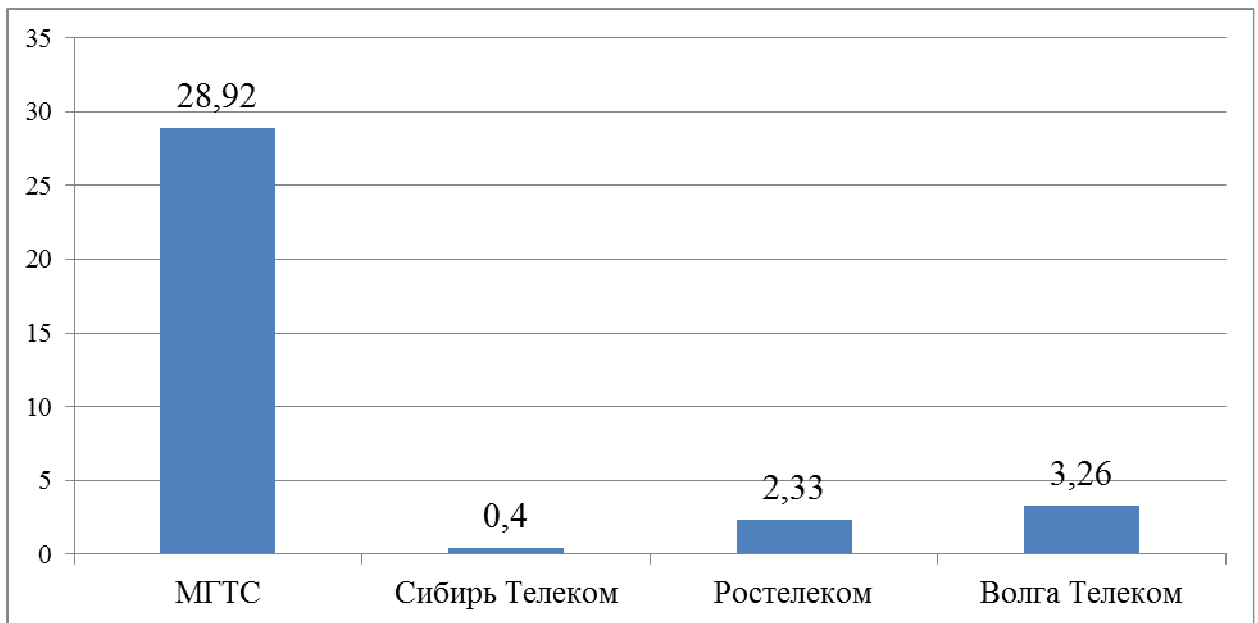


Рис. 3.1. – Рейтинг инвестиционной привлекательности предприятий – эмитентов с учетом риска

Итак, расчеты показывают, что наибольшая инвестиционная привлекательность у предприятия ОАО «МГТС», рейтинговая оценка которого составляет 28,92 за счет того, что чистая полученная прибыль по итогам 2009 года более чем в 8 раз превышает объем привлеченных инвестиций.

Средняя инвестиционная привлекательность у предприятий ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком», показатели которых варьируются в диапазоне оценки от 2 до 4 баллов. Низкая инвестиционная привлекательность у предприятия ОАО «Сибирь Телеком», рейтинговая оценка которого составляет менее единицы. Таким образом, в ценные бумаги данного предприятия не рекомендуется инвестировать.

Для того, чтобы сформировать приемлемую структуру инвестиционного портфеля ценных бумаг предприятий – эмитентов ОАО «МГТС», ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком» необходимо оценить доходность ценных бумаг и ожидаемую вероятность получения таковой доходности, т.е. собственно провести оценку спекулятивных рисков и оценить вероятность наступления рискованных событий.

Среднее ожидаемое значение случайной величины X определяется как взвешенное из всех возможных значений с учетом вероятностей их реализации и вычисляется по формуле:

$$E(X) = \sum_{i=1}^{i=n} x_i * p_i$$

где p_i – вероятность наступления соответствующего значения x_i .

В табл. 3.13 дана оценка вероятности получения доходов согласно рыночным прогнозам и оценка доходности ценных бумаг ОАО «МГТС», ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком», а также представлен расчет средней доходности по каждому из предприятий.

Таблица 3.13. – Расчет средней вероятности доходности ценных бумаг потенциально инвестиционно привлекательных предприятий – эмитентов

Прогноз	Вероятность, p_i	Доходность ценных бумаг, %		
		МГТС	Ростелеком	Волга Телеком
Пессимистический	0,3	7	3	5
Вероятный	0,4	29	22	28
Оптимистический	0,3	42	35	39
Средняя доходность		26,3	20,2	24,4

Далее необходимо рассчитать дисперсию и стандартное отклонение случайной величины, что позволит в полной мере рассчитать риски инвестирования в потенциально инвестиционно привлекательные предприятия - эмитенты. Дисперсия определяется как сумма квадратов отклонений случайной величины от ее среднего значения, взвешенных на вероятности³⁰:

$$VAR(X) = \sum_{i=1}^{i=n} p_i * (x_i - \bar{X})^2$$

Среднее квадратичное отклонение или стандартное отклонение рассчитывается как корень квадратный из дисперсии:

³⁰Бернштейн П. Управление риском. – М.: Олимп – Бизнес, 2008. – С. 57

$$\delta_i = \sqrt{VAR(X)}$$

Чем меньше стандартное отклонение, тем уже диапазон вероятности распределения доходности ценных бумаг, тем ниже риск, связанный с инвестициями в ценные бумаги предприятия – эмитента. Расчет представлен в табл.3.14.

Таблица 3.14. – Показатели дисперсии и среднего квадратичного отклонения вероятности доходности ценных бумаг предприятий – эмитентов

Показатель	Предприятия - эмитенты		
	МГТС	Ростелеком	Волга Телеком
Дисперсия	188,6	7515,4	7069,8
Стандартное квадратичное отклонение	13,7	86,7	84,1

Полученные значения показывают, что диапазон колебаний по ценным бумагам ОАО «МГТС» в пределах одного стандартного отклонения от ожидаемого значения составляет от минус 12,6 до 52,6 ($26,3 \pm 13,7$), т.е. колебание составляет 52,6 п.п.

При этом по ОАО «Ростелеком» диапазон колебаний составляет от минус 66,5 до 106,9 ($20,2 \pm 86,7$), т.е. колебание составляет 173,4 п.п. У ОАО «Волга Телеком» примерно аналогичная ситуация – колебание составляет 168,2 п.п. ($24,4 \pm 84,1$).

Следовательно, наименее рискованными будут инвестиции в ценные бумаги ОАО «МГТС», больший уровень риска по инвестированию в ценные бумаги ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком». Таким образом, потенциальному инвестору в краткосрочном периоде (до 1 года) будет оптимальным сформировать следующий портфель: 50% ценных бумаг ОАО «МГТС», по 25% ценных бумаг ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком».

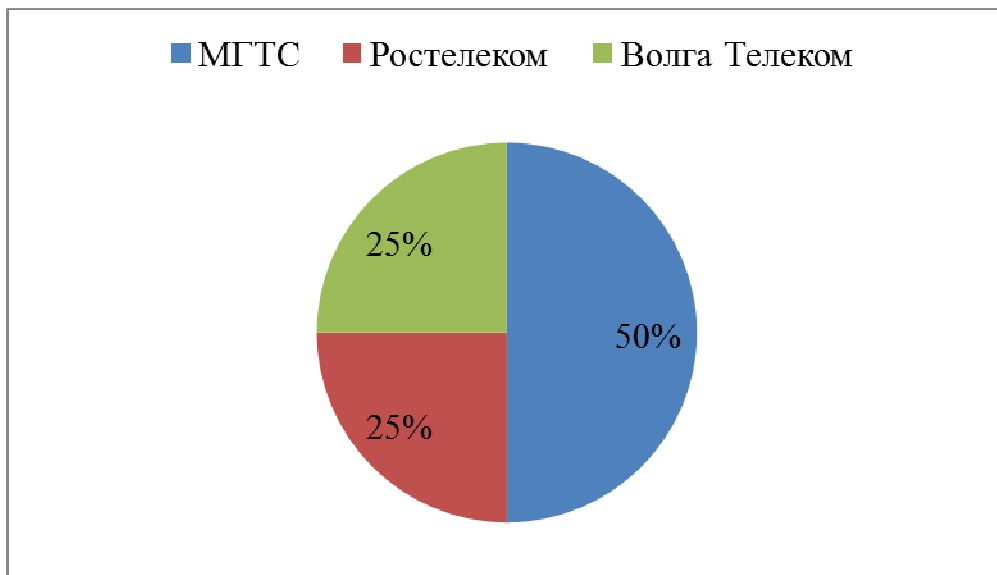


Рис. 3.2. – Рекомендуемая структура инвестиций в ценные бумаги предприятий отрасли телекоммуникаций и связи на краткосрочный период с учетом уровня риска

Рекомендации краткосрочного (до 1 года) формирования портфеля ценных бумаг по указанным предприятиям отрасли коммуникаций и связи обоснованы тем, что данная отрасль с одной стороны одна из наиболее перспективных, с другой стороны характеризуется постоянными изменениями. Поэтому контроль и мониторинг состояния портфеля ценных бумаг по итогам каждого года будет оптимальным инструментом минимизации рисков и повышения доходности.

Заключение

Вторичный рынок ценных бумаг – это рынок, на котором происходит обращение ценных бумаг. На этом рынке уже не аккумулируются новые финансовые средства для эмитента, а только перераспределяются ресурсы среди последующих инвесторов. Являясь механизмом перепродажи, он позволяет инвесторам свободно покупать и продавать ценные бумаги. Выбор той или иной ценной бумаги (финансового инструмента) и включение её в портфель зависят от целей и задач, которые ставит перед собой инвестор, действующий на вторичном рынке ценных бумаг.

Основная цель управления портфелем ценных бумаг (аналога: инвестиционный, фондовый портфель, портфель финансовых активов) заключается в достижении наиболее эффективных путей реализации инвестиционной стратегии предприятия на фондовом рынке. Для того, чтобы определить риск той или иной ценной бумаги, обращаемой на вторичном рынке инвестор должен иметь методический инструментарий не только оценки рисков, но и также определения их доходности.

Риск представляет собой обобщённую характеристику инвестиционных процессов в рамках формирования портфеля ценных бумаг. Все риски вложения средств в ценные бумаги предприятий – эмитентов можно классифицировать по уровню влияния субъективных и объективных факторов. Среди субъективных факторов в первую очередь можно выделить склонность инвестора к риску. Среди объективных факторов можно выделить изменение рыночной конъюнктуры, валютного, налогового регулирования, стабильности экономического развития и т.п., которые могут привести либо к увеличению доходности, либо к потере доходности ценных бумаг.

Снижение либо увеличение доходности ценных бумаг в результате влияния рыночных факторов относят к спекулятивным рискам, кроме этого в практике инвестирования принято выделять чистые и системные риски, которые также обусловлены влиянием внешних факторов.

Чистый риск возникает в результате проявления форс-мажорных обстоятельств, и практически всегда несёт потери для предпринимательской деятельности, в том числе связанной с инвестированием.

Системный риск проявляется в том случае, когда один из участников рынка не может выполнить свои обязательства, что приводит к нарушению функционирования других участников и в целом нарушает сложившуюся структуру финансово-экономических отношений.

Стоит отметить, что весьма часто негативная синергия спекулятивных рисков приводит к появлению системных рисков, в этом случае кризисные тенденции уже не являются локальными, но проявляются на региональном, государственном и межгосударственном уровне.

В большинстве своем риски инвестирования в ценные бумаги можно классифицировать как спекулятивные и субъективные, и, как правило, эти риски зависят от принятых инвестиционных решений о структуре, размере, видах ценных бумаг, включенных в портфель. Именно поэтому в анализе рисков пристальное внимание уделяется прибыльности и доходности. При выявлении отрицательных тенденций (снижение доходов от вложения средств в ценные бумаги) необходимо дать не только количественную оценку риска с помощью соответствующих коэффициентов (см. выше), но и также обозначить направления их минимизации.

Минимизация рисков достигается за счет пересмотра структуры, стоимости и видов ценных бумаг, включенных в инвестиционный портфель, и в этом аспекте важен фундаментальный анализ, который позволяет на определенный момент времени определить инвестиционную привлекательность ценной бумаги и оценить вероятность получения доходов по ней с учетом риска.

В главе второй на примере предприятия ООО «ИНСИС» был проведен анализ инвестиционного портфеля и дана оценка управления рисками. Проведенный анализ основных финансово-экономических показателей и финансовых результатов предприятия показывает, что исследуемое предприятие ООО «ИНСИС» является платежеспособным и финансово устойчивым, а его баланс ликвидным.

При этом обращает на себя внимание повышение операционной эффективности финансового управления, что выражается в росте отдельных финансово-экономических показателей и в росте прибыльности даже при снижении доходности.

Портфель ценных бумаг в исследуемом предприятии сформирован для размещения инвестиций преимущественно в акции компаний мобильной и фиксированной связи, интернет связи. Инвестиционная цель формирования портфеля состоит в долгосрочном вложении средств в ценные бумаги перспективных российских компаний телекоммуникационной отрасли.

Стратегия формирования портфеля ценных бумаг заключается в инвестировании в акции российских компаний с целью получения доходности выше, чем доходность рынка акций в целом за счет увеличения доли акций предприятий телекоммуникационной отрасли. По форме инвестирования портфель ценных бумаг представляет собой долгосрочные финансовые вложения, отражаемые в балансе предприятия как внеоборотные активы.

На ценные бумаги четырех предприятий (МГТС, Ростелеком, Сибирь Телеком и Волга Телеком) приходится и в 2009 году, и в 2010 году порядка 70% стоимости портфеля, что указывает на слабую диверсификацию портфеля и может потенцировать спекулятивные риски. В целом этот вывод подтвердился в рамках анализа доходности портфеля и расчета коэффициента «кратное прибыли» (P / EPS).

Коэффициент P/ EPS показывает переоценку или недооценку рынком той или иной ценной бумаги. Анализ показал, что акции ОАО «МГТС» и ОАО «Сибирь Телеком» в значительной мере переоценены рынком. Ценные бумаги «Ростелеком» недооценены рынком. У ОАО «Волга Телеком» наблюдается оптимальное соотношение текущей рыночной стоимости и прибыли на одну акцию по итогам 2010 года, таким образом, ценные бумаги данного предприятия показывают наибольшую инвестиционную эффективность.

Анализ доходности портфеля ценных бумаг исследуемого предприятия ООО «ИНСИС» показывает, что порядка 30% акций, включенных в портфель, приходится на значительно переоцененные рынком финансовые инструменты. Расчет коэффициентов, характеризующих риск инвестирования в ценные бумаги, показывает, что низкие инвестиционные риски наблюдаются по ценным бумагам эмитентов ОАО «Волга Телеком» и ОАО «Ростелеком». Средний инвестиционный риск у ОАО «МГТС», наиболее высокий уровень риска наблюдается по ценным бумагам ОАО «Сибирь Телеком».

На основании полученных данных был сделан вывод о необходимости оптимизации и некоторой диверсификации портфеля ценных бумаг ООО «ИНСИС». Прежде чем непосредственно перейти к формированию новой структуры портфеля был проведен фундаментальный анализ предприятий – эмитентов ценных бумаг, включенных в портфель предприятия.

В ходе фундаментального анализа было выявлено, что более высокой инвестиционной привлекательностью на данном этапе анализа обладают компании ОАО «Волга Телеком» и ОАО «Ростелеком», инвестиционная привлекательность ОАО «МГТС» и ОАО «Сибирь Телеком» несколько ниже.

При этом расчет рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности показал, что наибольшей инвестиционной привлекательностью по совокупности показателей обладает ОАО «Волга Телеком», на втором месте по инвестиционной привлекательности предприятие ОАО «Ростелеком».

Для качественного формирования рекомендаций по структуре портфеля ценных бумаг были использованы инструменты оценки рисков инвестиций.

Расчеты показывают, что наибольшая инвестиционная привлекательность с учетом риска у ценных бумаг предприятия ОАО «МГТС» рейтинговая оценка которого составляет 28,92 за счет того, что чистая полученная прибыль по итогам 2010 года более чем в 8 раз превышает объем привлеченных инвестиций. Кроме этого, необходимо напомнить, что рыночная стоимость акций данного предприятия одна из наиболее высоких. Средняя инвестиционная привлекательность у предприятий ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком». Низкая инвестиционная привлекательность у предприятия ОАО «Сибирь Телеком», рейтинговая оценка которого составляет менее единицы. Таким образом, в данное предприятие не рекомендуется инвестировать.

Расчет дисперсии вариации отклонений в доходности ценных бумаг и среднего квадратичного отклонения показал, что диапазон колебаний по ценным бумагам ОАО «МГТС» в пределах одного стандартного отклонения от ожидаемого значения составляет 52,6 п.п. При этом по ОАО «Ростелеком» колебание составляет 173,4 п.п. У ОАО «Волга Телеком» примерно аналогичная ситуация – колебание составляет 168,2 п.п.

Следовательно, наименее рискованными будут инвестиции в ценные бумаги ОАО «МГТС», больший уровень риска по инвестированию в ценные бумаги ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком». Таким образом, ООО «ИНСИС» в краткосрочном периоде (до 1 года) будет оптимально сформировать следующий портфель: 50% ценных бумаг ОАО «МГТС», по 25% ценных бумаг ОАО «Ростелеком» и ОАО «Волга Телеком» и исключить из портфеля ценные бумаги ОАО «Сибирь Телеком», как обладающие минимальной доходностью и характеризующиеся высоким уровнем риска.

Список литературы

1. Федеральный закон от 25.02.1999 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 24.07.2007 N 215-ФЗ). – М.: Эксмо – Гарант, 2009. – 59 с.
2. Федеральный закон от 09.07.1999 N 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (ред. от 29.04.2008 N 58-ФЗ). – М.: Эксмо – Гарант, 2009. – 37 с.
3. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 07.02.2011 N 8-ФЗ). – М.: Эксмо – Гарант, 2010. – 45 с.
4. Федеральный закон от 05.03.1999 N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (ред. от 04.10.2010 N 264-ФЗ). – М.: Эксмо – Гарант, 2010. – 38 с.
5. Федеральный закон от 29.11.2001г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (в редакции от 27.07.2010 N 224-ФЗ). – М.: Эксмо – Гарант, 2008. – 35 с.
6. Приказ ФСФР от 15.06. 2005 N 05-21/пз-н «Об утверждении положения о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» (в редакции Приказов ФСФР РФ от 15.12.2005 N 05-83/пз-н, от 16.07.2009 N 09-27/пз-н, от 10.11.2009 N 09-45/пз-н)
7. Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 N 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»
8. Анализ инвестиционной привлекательности организации: научное издание / Под ред. Д.А. Ендовицкого. – М.: Кнорус, 2010. – 576 с.
9. Аакер Д. Стратегическое рыночное управление. СПб: Питер, 2007. – 615 с.

- 10.Абрамов С.И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2008. – 129 с.
- 11.Артемьев Д. П. Государственное регулирование инвестиций. – Ростов- на-Дону: Проект, 2009. – 415 с.
- 12.Абдикеев Н.М., Данько Т.П., Ильдеменов С.В., Киселев А.Д. Реинжиниринг бизнес-процессов. Полный курс МВА. – М.: Эксмо, 2009. – 592 с.
- 13.Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория анализа хозяйственной деятельности: учебник для ВУЗов, изд. 6-е. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 416 с.
- 14.Артемьев Д. П. Государственное регулирование инвестиций. – Ростов на Дону: Проект, 2009. – 355 с.
- 15.Бартон Т. Л., Шенкир У. Г., Уокер П. Л. Риск-менеджмент. Практика ведущих компаний. – М.: Вильямс, 2009. – 208 с.
- 16.Бельчикова Н.А. Проблемы оценки инвестиционных рейтингов предприятий // Менеджмент инноваций, 2008. - № 3. – С. 26 – 39.
- 17.Бернстайн П. Управление риском. – М.: Олимп – Бизнес, 2008. – 523 с.
- 18.Бочаров В. В. Инвестиции. – СПб: Питер, 2009. – 372 с.
- 19.Бондарева Г. И. Инструменты повышения инвестиционной привлекательности // Стратегический менеджмент, 2010. - № 2. – С. 14 – 18.
- 20.Блуцевская Ю.А. Финансовые потоки между основными секторами экономики. – СПб: Питер, 2004. – 465 с.
- 21.Борисова И. М. Инвестиционная деятельность. – М.: Проспект, 2007. – 350 с.
- 22.Волков А.Ю., Куликов М.И., Марченко А.А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. – М.: Вершина, 2007. – 304 с.
- 23.Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 2007. – 336 с.
- 24.Гаврилов Б. Г. Инвестиции. – М.: МСТР, 2007.– 540 с.
- 25.Голубцов Л. Н. Инвестиционная деятельность. – М.: Наука, 2009. – 559 с.
- 26.Гуськова Н. А. Инвестиционный менеджмент.– М.: Кнорус, 2010. – 451 с.

27. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Паблишерз, 2010. – 1139 с.
28. Дамодаран А. Стратегический риск-менеджмент: принципы и методики. – М.: Вильямс, 2010. – 496 с.
29. Дудин А.М. Коллективные инвестиции. – М.: АСТ, 2010. – 205 с.
30. Дробозина Л. А. Инвестиции. – М.: Юнити 2009.– 450 с.
31. Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг. - М: Юнити – Дана, 2009. – 582 с.
32. Зайцев Л.Г., Соколова М.И. Стратегический менеджмент. – М.: Экономика, 2007. – 622 с.
33. Инвестиции и инвестиционный анализ / Ю. А. Корчагин, И. П. Маличенко. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2010. – 608 с.
34. Коляда Е. А. Влияние репутации компании на привлечение инвестиций // Менеджмент сегодня, 2008. - № 4. – С. 21 – 28
35. Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 204 с.
36. Лукасевич И.Я. Инвестиции. – М.: Вузовский учебник, 2011. – 413 с.
37. Лапуста М. Г., Мазурина Т. Ю., Скамай Л. Г. Финансы организации (предприятия) – М.: ИНФРА-М, 2008. – 640 с.
38. Макаров А.В. Паевые инвестиционные фонды. – М.: Эксмо, 2008. – 96 с.
39. Синергетика инвестиций: учебно-методическое пособие / под. ред. Сухарев О.С., Шманев С.В., Курьянов А.М. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 348 с.
40. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор.-М: Юрайт, 2009.–765 с.
41. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 1040 с.
42. Отраслевой индекс РТС (телекоммуникации) [электронный ресурс] режим доступа <http://www.rts.ru/ru/index/stat/monthlyhistory.html?code=64> свободный

Приложения

Приложение 1. Распределение значений показателей инвестиционной привлекательности в зависимости от степени риска

Показатели	Уровень риска / Количество баллов			
	Низкий	Нормальный	Высший	Критический
	1	2	3	4
1. Коэффициент выплаты дивидендов по акциям	0,1 и выше	от 0,1 до 0,6	0,6 - 0,8	> 0,8
2. Коэффициент выплат по займам и кредитам	0,1 и выше	от 0,1 до 0,6	0,6 - 0,8	> 0,8
3. Коэффициент выплат по приобретенным инвестициям	0,1 и выше	от 0,1 до 0,6	0,6 - 0,8	> 0,8
4. Уровень инвестиций	0,6 и более	0,4 - 0,6	0,2 - 0,4	< 0,2
5. Эффект финансового рычага	0,1 и выше	от 0,6 до 0,1	0,6 - 0,8	> 0,8
6. Коэффициент покрытия	2,0 и более	1,5 - 2,0	1,0 - 1,5	< 1,0
7. Коэфф. быстр. ликвидности	1,0 и более	от 0,8 до 1,0	0,5 - 0,8	< 0,5
8. Коэфф. абс. ликвидности	0,3 и более	от 0,2 до 0,3	0,1 - 0,2	< 0,1
9. Коэффициент маневр. функционирующего капитала	0,5 и менее	от 0,5 до 0,6	0,6 - 0,8	> 0,8
10. Коэффициент маневренности капитала	0,6 и более	от 0,4 до 0,6	0,2 - 0,4	< 0,2
11. Коэффициент автономии	0,5 и более	0,3 - 0,5	0,1 - 0,3	< 0,1
12. Коэффициент финансовой независимости (устойчивости)	0,7 и более	от 0,5 до 0,7	0,4 - 0,5	< 0,4
13. Коэфф. финанс. зависим.	0,6 и менее	от 0,7 до 0,6	0,8 - 0,7	> 0,8
14. Коэфф. краткоср. пассивов	1,0 и более	от 0,8 до 1,0	0,5 - 0,8	< 0,5
15. Коэфф. долгоср. пассивов	2,0 и более	от 1,5 до 2,0	1,0 - 1,5	< 1,0
16. Рентабельность осн. кап.,%	>15	от 5 до 15	от 0 до 5	< 0
17. Рентабельность собственного капитала, %	> 20	от 10 до 20	от 0 до 10	< 0
18. Рентабельность затрат, %	> 20	от 10 до 20	от 0 до 10	< 0
19. Рентабельность продаж, %	>10	от 5 до 10	от 0 до 5	< 0
20. Коэффициент оборачиваем. обор. средств	> 5,0	от 2,5 до 5,0	1,0 - 2,5	< 1,0
21. Фондоотдача	2,0 и более	от 1,5 до 2,0	1,0 - 1,5	< 1,0
22. Отношение темпа роста производительности труда к темпу роста оплаты труда	1,2 и более	от 1,1 до 1,2	0,9 - 1,1	< 0,9
23. Коэффициент обновления	0,2 и более	0,15 - 0,2	0,1 - 0,15	< 0,1
24. Коэффициент износа	0,4 и менее	0,6 - 0,4	0,8 - 0,6	> 0,8

Продолжение приложения 1

25. Доля собственных обор. средств в оборотных активах	0,5 и более	от 0,3 до 0,5	0,1 - 0,3	< 0,1
26. Доля функционирующего кап. в общей сумме обор. ср-в	1,0	от 0,9 до 1,0	0,8 - 0,9	< 0,8

Приложение 2. Финансовая отчетность ООО «ИНСИС»

по МСФО за год, закончившийся 31 декабря 2010 года (в тыс. руб.)

БАЛАНС	2009 год	2010 год
Внеоборотные активы	52 444	57 412
Основные средства	28 296	31 320
Нематериальные активы	7 310	10 493
Долгосрочные вложения	16 838	15 600
Текущие активы	147 265	154 941
Запасы и иные аналогичные ценности	29 039	53 527
Краткосрочная дебиторская задолженность	34 990	31 194
НДС к возмещению	4 979	1 816
Расходы будущих периодов	3 217	3 003
Прочие текущие активы	1 111	2 460
Денежные средства и эквиваленты	28 614	41 539
Всего активы	199 708	212 353
Капитал и резервы		
Обыкновенные акции	444	444
Привилегированные акции	175 311	175 311
Курсовые разницы	(4 994)	---
Нераспределенная прибыль прошлых лет	(33 761)	(30 769)
Прибыль/ убыток текущего года	3 739	12 272
Всего капитал и резервы	140 740	146 806
Краткосрочные обязательства	58 969	65 548
Кредиторская задолженность	17 270	19 368
Прочие краткосрочные обязательства	22 097	20 873
Всего обязательств	58 969	65 548
Всего капитал и обязательства	199 708	212 353

Отчет о прибылях и убытках по МСФО

за год, закончившийся 31 декабря 2010 года (в тыс. руб.)

Наименование статьи	2009 год	2010 год
Выручка	372 731	327 068
Расходы	-346 072	-264 552
Операционная прибыль до годового бонуса	26 659	62 516
Годовой бонус	-11 333	-16 414
Операционная прибыль после годового бонуса	15 326	46102
Прочие расходы	-8 005	-9692
Прибыль до налогообложения	7 321	36 409
Налог на прибыль	-3 582	-790
Чистая прибыль предприятия	3 739	35 619

Финансовая отчетность ООО «ИНСИС» за 2009 – 2010 гг. по РСБУ

Приложение
к приказу Минфина РФ от 22 июля 2003 г. № 67н
(с учетом приказа Госкомстата РФ и Минфина РФ
от 14 ноября 2003 г. № 475/102н)

Бухгалтерский баланс

на	31 декабря 20 10 г.	
	Форма № 1 по ОКУД	Коды 0710001
	Дата (год, месяц, число)	
Организация	ООО «ИНСИС»	
Идентификационный номер налогоплательщика	ИНН	
Вид деятельности	Телекоммуникации и связь	
Организационно-правовая форма/форма собственности	по	
	ОКОПФ/ОКФС	
Единица измерения: тыс. руб./ млн. руб. (ненужное зачеркнуть)	по ОКЕИ	384/385
Местонахождение (адрес)		

Дата утверждения
Дата отправки (принятия)

--	--

Актив	Код показателя	На начало отчетного года	На конец отчетного периода
1	2	3	4
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Нематериальные активы	110	7 310	10 493
Основные средства	120	28 296	31 320
Доходные вложения в материальные ценности	135	9 440	9 185
Долгосрочные финансовые вложения	145	7 398	6 415
Итого по разделу I	190	52 444	57 412
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Запасы	210	32 256	56 530
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	4 979	1 816
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	34 990	31 194
Денежные средства	260	28 614	41 539
Прочие оборотные активы	270	1 111	2 460
Итого по разделу II	290	147 265	154 941
БАЛАНС	300	199 708	212 353

Пассив	Код показа- теля	На начало отчетного перио- да	На конец отчет- ного периода
1	2	3	4
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ			
Уставный капитал	410	175 755	175 755
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) про- шлых лет	460	(33 761)	(30 769)
Нераспределенная прибыль текущего периода	470	3 739	12 272
Итого по разделу III	490	140 740	146 806
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты	510	---	---
Отложенные налоговые обязательства	515	---	---
Итого по разделу IV	590	---	---
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты	610	58 969	65 548
Кредиторская задолженность	620	17 270	19 368
Прочие краткосрочные обязательства	660	22 097	20 873
Итого по разделу V	690	58 969	65 548
БАЛАНС	700	199 708	212 353

Приложение 3. Показатели эталонного предприятия, используемые для формирования рейтинга инвестиционной привлекательности ценных бумаг предприятий – эмитентов

Показатель	Значение
Коэффициент автономии	0,94
Коэффициент текущей ликвидности	4,95
Коэффициент оборачиваемости активов	0,90
Коэффициент рентабельности активов	0,47
Коэффициент рентабельности по EBITDA	0,65
Отношение чистых активов к капиталу	24492,00
Прибыль на одну обыкновенную акцию, руб.	6300,90

**Приложение 4. Балльная оценка показателей, задействованных
в расчете уровня риска инвестиций в ценные бумаги**

Показатели	Предприятия - эмитенты			
	МГТС	Сибирьтелеком	Ростелеком	Волга Телеком
	оценка показателей в баллах			
1. Коэффициент выплаты дивидендов по акциям	1	2	2	2
2. Коэффициент выплат по займам и кредитам	1	2	1	1
3. Коэффициент выплат по приобретенным инвестициям	2	2	1	1
4. Уровень инвестиций	3	3	3	3
5. Эффект финансового рычага	2	4	3	3
6. Коэффициент покрытия	1	4	1	2
7. Коэфф. быстр. ликвидности	1	2	1	1
8. Коэфф. абс. ликвидности	1	3	1	1
9. Коэффициент маневр. функционирующего капитала	1	1	1	1
10. Коэффициент маневренности капитала	1	1	1	1
11. Коэффициент автономии	1	1	1	1
12. Коэффициент финансовой независимости (устойчивости)	1	1	1	1
13. Коэфф. финанс. зависим.	1	1	1	1
14. Коэфф. краткоср. пассивов	4	4	4	4
15. Коэфф. долгоср. пассивов	4	4	4	4
16. Рентабельность осн. кап.,%	2	2	2	1
17. Рентабельность собственного капитала, %	2	3	3	1
18. Рентабельность затрат, %	1	1	2	1
19. Рентабельность продаж, %	1	1	1	1
20. Коэффициент оборачиваем. обор. средств	2	1	3	2
21. Фондоотдача	4	4	3	3
22. Отношение темпа роста производительности труда к темпу роста оплаты труда	1	3	1	2
23. Коэффициент обновления	2	3	2	2
24. Коэффициент износа	1	1	1	1
25. Доля собственных обор. средств в оборотных активах	1	4	3	4
26. Доля функционирующего кап. в общей сумме обор. средств	4	4	4	4

