

**Раздел 1. ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА**

УДК 336.018

**ЭВОЛЮЦИЯ ПОРТФЕЛЬНОЙ ТЕОРИИ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЛИТЕРАТУРЕ***Бибикова Екатерина Алексеевна (eabibikova@mail.ru)**Борунова Анастасия Александровна**ФГБОУ ВПО «Ивановский государственный университет»*

В статье на основе рассмотрения существующих взглядов обобщаются и систематизируются вопросы происхождения и развития портфельной теории, что в свою очередь способствует уточнению понятия «портфель коммерческого банка».

*Ключевые слова:* портфельная концепция, портфельная теория, портфель, совокупный портфель коммерческого банка, локальный портфель коммерческого банка.

На сегодняшний день довольно сложно однозначно оценить ситуацию, сложившуюся в отечественной банковской системе. С одной стороны, банковская система Российской Федерации показывает выход на положительную динамику по многим показателям, постепенно восстанавливаясь после глобального финансово-экономического кризиса 2008-2009 годов.

С другой стороны, высокие риски сохраняются почти во всех сферах банковской деятельности, и лишь банки, пользующиеся государственной поддержкой, могут считать себя в некоторой степени защищенными от банкротства.

В этом отношении, использование и совершенствование концепции портфеля при осуществлении банковских операций становится объективной необходимостью и приобретает не только теоретическое, но и практическое значение.

При этом, несомненно, для успешного применения данной концепции на практике, внимание должно быть уделено и изучению собственно портфельной теории.

Коммерческий банк в соответствии с выделяемыми в литературе концепциями может рассматриваться «как портфель или бухгалтерский баланс, процессор, занятый обработкой информации, регулируемая законодательством фирма финансовых услуг» [8, с. 165].

Согласно концепции коммерческого банка как фирмы финансовых услуг коммерческие банки относятся к классу компаний, которые могут быть определены как фирмы финансовых услуг. «Фирма финансовых услуг – это условное обозначение, необходимое для того, чтобы описать бизнес, поставляющий финансовую продукцию и услуги. Основные виды такой продукции и услуг включают операционные счета (например, чековые счета), портфельные услуги (например, ссуды и депозиты), инвестиционно-учредительскую деятельность банков (например, гарантированное размещение ценных бумаг и брокерско-дилерские сделки с ценными бумагами), финансовое планирование, обработку данных» [6, с. 8].

В соответствии с теорией финансового посредничества, «основной причиной существо-

вания посредников всех типов в экономике считают информационную асимметрию, – то обстоятельство, что мы живём в мире несовершенной информации» [2, с. 19], где финансовые услуги, оказываемые финансовым посредником, основываются на его информационном преимуществе. В ходе осуществления своей деятельности коммерческие банки собирают, обрабатывают, анализируют, используют и хранят очень большие объемы информации. Качество этой информации, является критически важным фактором, обуславливающим качество банковских активов и пассивов. Таким образом, рассмотрение коммерческого банка в качестве информационного процессора – это другой взгляд на то, что такое коммерческий банк и чем он занимается.

Концепция портфеля подразумевает рассмотрение активов и пассивов коммерческого банка как частей некоторого единого целого, а именно портфеля, сообщающих ему характеристики доходности, риска, ликвидности. Она акцентирует внимание на том, как из нескольких вариантов выбрать тот, который обеспечит максимизацию предпочтений в области доходности, риска и ликвидности.

В общем, концепция портфеля – «концепция, рассматривающая оптимальное сочетание форм богатства (включая деньги, государственные облигации, недвижимость и т.д.), между которыми экономические субъекты делают выбор, стремясь к наиболее эффективному использованию этого богатства» [5, с. 269].

Само слово «портфель» произошло от французского слова «portefeuille», где «porte» – носить, а «feuille» – лист.

В «Экономической энциклопедии» под редакцией Л.И.Абалкина указывается, что портфель – «комбинация активов, составляющих богатство экономического субъекта» [9, с. 583].

В соответствии со «Словарем современных экономических терминов» Б.А.Райзберга, Л.Ш.Лозовского, портфель – «собирательное понятие, означающее совокупность форм и видов экономической, финансовой деятельности, соответствующих им документов, денежных средств, заказов, объектов» [7, с. 277].

По мнению Дж. Синки-мл. портфель – «совокупность финансовых активов» [6, с. 10].

С точки зрения М.А.Рогова портфель – «это набор активов (пассивов), являющихся титулами собственности или иных благ, который представляет собой композитный (составной) актив, имеющий параметры риска и доходности (стоимости), изменяющиеся под воздействием комбинации двух факторов: изменения состава портфеля (выбытие активов, обмен); изменения риска и доходности (стоимости) составляющих портфель активов (пассивов) в связи с изменениями, как самих активов (пассивов), так и прочей конъюнктуры» [10, с. 205].

Как считает Е.М.Якухный, портфель – «это набор активов (акций, облигаций и т. д.)» [11, с. 39].

В банковскую деятельность понятие «портфель» пришло из области осуществления вложений на рынке ценных бумаг.

Основоположителем портфельной теории является Г.М.Марковиц, опубликовавший в 1952 году статью под названием «Выбор портфеля», в которой впервые была предложена математическая модель формирования оптимального портфеля ценных бумаг.

Г.М.Марковиц считал, что инвестор при принятии решения о выборе портфеля должен опираться только на ожидаемую доходность и стандартное отклонение доходности. При этом определяющую роль играет интуиция. Ожидаемая доходность представляет собой меру потенциального вознаграждения, связанную с некоторым портфелем, а стандартное отклонение доходности – меру риска, связанную с этим портфелем. То есть, инвестору необходимо оценить ожидаемую доходность и стандартное отклонение доходности каждого из имеющихся портфелей, а затем определить «лучший» из них, основываясь на соотношении этих двух параметров и индивидуальной склонности инвестора к риску.

По мнению Г.М.Марковица, портфель может рассматриваться в качестве эффективного в том случае, если никакой иной портфель не гарантирует более высокую ожидаемую доходность при том же уровне риска или более низкий риск при том же уровне ожидаемой доходности. Лучший из всех эффективных портфелей считается оптимальным.

Следовательно, модель Г.М.Марковица позволяет сделать два важных недвусмысленных вывода: «1) для минимизации риска инвесторам следует объединять рискованные активы в портфели; 2) уровень риска по каждому отдельному виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля инвестиций» [3, с. 9].

Таким образом, именно Г.М.Марковиц впервые сформулировал принципы осознанного формирования портфеля ценных бумаг.

Через несколько лет после выхода работ Г.М.Марковица появились работы Дж.Тобина, касающиеся аналогичных тем, а именно «Национальная экономическая политика» (1966 год) и «Новая экономика: взгляд через десятилетие» (1972 год). Однако в подходах этих двух авторов имелись значительные отличия.

Г.М.Марковиц изучал проблему с точки зрения микроэкономического анализа и обращал внимание, прежде всего, на поведение отдельного инвестора, формирующего оптимальный, по его мнению, портфель на основе своих собственных оценок доходности и стандартного отклонения доходности. Подход Дж.Тобина являлся макроэкономическим, так как объектом его изучения являлось деление совокупного капитала в экономике на две формы: наличную (в виде денежных средств) и безналичную (в виде ценных бумаг).

Г.М.Марковиц настаивал не на экономическом анализе исходных положений теории, а на математическом анализе их последствий и создании алгоритмов решения задач оптимизации. Дж.Тобин сосредоточился на анализе факторов, которые заставляют инвесторов формировать портфели активов, а не держать капитал в той или иной, например, наличной, форме.

Помимо того, модель Г.М.Марковица относилась главным образом к портфелям акций, являющихся рискованными активами. Дж.Тобин предложил ввести в анализ также безрисковые активы, в частности, государственные облигации.

В 1963 году учеником Г.М.Марковица У.Шарпом была опубликована статья «Упрощенная модель анализа портфельных инвестиций». В данной работе автором был предложен более простой способ формирования портфелей ценных бумаг.

Главное отличие модели У.Шарпа от модели Г.М.Марковица заключается в том, что модель У.Шарпа рассматривает взаимосвязь доходности каждой ценной бумаги с доходностью всего рынка в целом, в то время как модель Г.М.Марковица рассматривает взаимосвязь доходностей ценных бумаг между собой.

Так, в соответствии с моделью У.Шарпа предполагается, что доходность ценной бумаги за определенный период связана с доходностью рыночного индекса за аналогичный период. В этом случае при росте рыночного индекса, по всей вероятности, будет расти и цена ценной бумаги, и наоборот.

Одним из основных достоинств модели У.Шарпа является то, что она обеспечивает существенное сокращение объемов вычислений при выявлении оптимального портфеля, давая при этом результаты, незначительно от-

личающиеся от результатов, получаемых по модели Г.М.Марковица.

Работы Г.М.Марковица, ко всему прочему, стали значимым шагом на пути создания У.Шарпом, Дж.Линтнером и Я.Моссином модели оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, САМР), описывающей взаимосвязь между ожидаемой доходностью и риском ценной бумаги. Здесь следует отметить такие работы, как «Цены на капитальные активы: теория рыночного равновесия в условиях риска» У.Шарпа (1964 год), «Оценка рискованных активов и выбор инвестиций в портфель ценных бумаг и капитальные вложения» Дж.Линтнера (1965 год) и «Равновесие на рынке капитальных активов» Я.Моссина (1966 год).

Модель оценки капитальных активов предполагает, что инвесторы требуют от своих вложений в рискованные ценные бумаги более высокой доходности, чем от вложений в безрисковые ценные бумаги. Разница между доходностью этих вложений называется рыночной премией за риск.

При этом риски, возникающие при осуществлении вложений, можно разделить на две составляющие:

- рыночный (систематический) риск, которому подвержены практически все ценные бумаги в равной степени;
- специфический (несистематический) риск, которому подвержены ценные бумаги той или иной компании.

Рыночный (систематический) риск обусловлен существованием факторов (экономических, политических, социальных и др.), влияющих на все компании, и поэтому не уменьшается при увеличении количества ценных бумаг в портфеле, т. е. за счет диверсификации. Однако диверсификация портфеля, связанная с приобретением различных ценных бумаг может привести к уменьшению специфического (несистематического) риска, вызванного специфическими для каждой конкретной компании факторами. При этом неблагоприятные события в одной компании будут перекрываться благоприятной ситуацией в другой. И факторы, специфические для отдельных компаний, в значительной степени уравновесят друг друга, благодаря чему доходность портфеля приблизится к средней доходности для всего рынка.

Для учета чувствительности к рыночному риску и корректировки рыночной премии за риск был введен коэффициент бета, представляющий собой «меру релевантного риска отдельной ценной бумаги, то есть количество риска, которое ценная бумага привносит в портфель инвестора» [1, с. 103].

Модель оценки капитальных активов оказала заметное влияние на развитие портфельной теории. Если сравнивать области использования модели Г.М.Марковица и модели оценки

капитальных активов, то первая, как правило, применяется на первом этапе формирования портфеля ценных бумаг при распределении капитала по их различным типам (акциям, облигациям и т. п.), а вторая – на втором этапе, когда капитал, вложенный в определенный тип ценных бумаг, распределяется между отдельными ценными бумагами, составляющими выбранный сегмент (то есть по конкретным акциям, облигациям и т. п.).

Дальнейшее развитие портфельной теории связано с именами таких авторов, как М.Шоулс, Ф.Блэк и Р.Мертон. На основе модели оценки капитальных активов М.Шоулс и Ф.Блэк разработали модель ценообразования опционов. В частности, следует отметить работу М.Шоулса и Ф.Блэка «Ценообразование опционов и акционерные обязательства» (1973 год).

Опцион – «это соглашение, предоставляющее одной из сторон, заключающих биржевую сделку купли-продажи, право выбора между альтернативными (вариантными) условиями договора, в частности, право покупать или продавать ценные бумаги в заранее установленном объеме по твердой цене в течение того или иного срока» [4, с. 231].

В отличие от других ценных бумаг, которые выпускаются с целью получения денежных средств, опционы покупаются и продаются инвесторами для защиты от неблагоприятных изменений на рынке ценных бумаг. Вследствие того, что цена опционов является производной от цены других ценных бумаг, они называются «вторичными» ценными бумагами.

Модель ценообразования опционов подразумевает, что если ценная бумага торгуется на рынке, то цена опциона не неявно устанавливается самим рынком.

М.Шоулс и Ф.Блэк осуществили прорыв, разработав модель определения цены опциона, которая не предполагает использования конкретной величины премии за риск. Тем не менее, это не означает, что премии за риск нет: просто она включается в цену ценной бумаги. Именно эту идею, заложенную в специальную формулу, они обосновали в работе «Ценообразование на опционы и пассивы корпораций», которая была опубликована в 1973 году.

Р.Мертон значительно расширил применение модели Блэка-Шоулса, в частности, в работе «Теория рационального ценообразования опционов» (1973 год). И именно Р.Мертон назвал окончательную версию формулы «моделью ценообразования опционов Блэка-Шоулса».

Таким образом, на сегодняшний день существуют различные портфельные модели, а именно Г.М.Марковица, У.Шарпа, САМР, Блэка-Шоулса, на основе которых, ко всему прочему, были разработаны многочисленные многофак-

торные модификации, используемые при осуществлении вложений на рынке ценных бумаг.

Следует отметить, что в последние десятилетия сфера применения портфельной теории постоянно расширялась и сегодня она имеет непосредственное отношение и к банковской деятельности, причем не только по отношению к портфелю ценных бумаг, но и по отношению к другим видам портфелей, например, к кредитному.

При этом, по мнению авторов, важным является выделение таких понятий, как «совокупный портфель коммерческого» и «локальный портфель коммерческого банка».

Совокупный портфель коммерческого банка – это структурированная совокупность требований и обязательств коммерческого банка, взаимосвязанных между собой, обладающая параметрами доходности (стоимости), риска и ликвидности (срочности), определенным образом формируемая и управляемая для достижения конкретных целей.

Тогда, локальный портфель коммерческого банка – это структурированная совокупность требований или обязательств коммерческого банка, взаимосвязанных между собой, обладающая параметрами доходности (стоимости), риска и ликвидности (срочности), определенным образом формируемая и управляемая для достижения конкретных целей.

При этом совокупный банковский портфель состоит из множества локальных портфелей активов и пассивов коммерческого банка, среди которых, по мнению авторов, можно выделить депозитный портфель, портфель собственного капитала, портфель долговых обязательств, кредитный портфель, инвестиционный портфель, портфель ценных бумаг, кассовый портфель, портфели внебалансовых обязательств и требований, в рамках каждого из которых также можно выделить свои портфели (рис. 1).

Состав совокупного банковского портфеля, представленный на рис. 1, определен на основе рассмотрения источников формирования и направлений использования средств коммерческого банка и, с точки зрения авторов, является наиболее общим.

Объединение отдельных объектов по общим признакам в целях улучшения управления обеспечивает эффект, недостижимый при

управлении этими объектами по отдельности; при управлении совокупностью (портфелем) удается стандартизировать этот процесс, применяя одинаковые подходы и используя однотипные инструменты управления.

### Литература

1. Бабенко И.А. Инвестиционная стоимость страховой организации при слияниях и поглощениях: оценка на основе доходного подхода: дис. канд. экон. наук. Хабаровск, 2011. – 226 с.
2. Банковская сфера: механизм информационно-финансовой интермедиации: монография/ под научной ред. проф. Ю.В. Рожкова. — Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2013. – 320 с.
3. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т./ Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб. Экономическая школа, 1997. – Т.1: 497 с.
4. Гацалов М.М. Современный экономический словарь-справочник. – Ухта: УГТУ, 2002. – 371 с.
5. Лопатников Л.И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело, 2003. – 520 с.
6. Синки Дж.-мл. Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. - М.: Catallaxy, 1994. – 820 с.
7. Словарь современных экономических терминов/ Б.А.Райзберг, Л.Ш.Лозовский. – 4-е изд. – М.: Айрис-пресс, 2008. – 480 с.
8. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг/ Джозеф Синки-мл.; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1018 с.
9. Экономическая энциклопедия/ Науч.-ред. совет изд-ва «Экономика»; Ин-т. экон. РАН / Гл. ред. Л.И.Абалкин. — М.: ОАО «Изд-во «Экономика», 1999. – 1022 с.
10. Энциклопедия финансового риск-менеджмента/ Под ред. А.А.Лобанова и А.В.Чугунова. – М.: Альпина Паблицер, 2003. – 786 с.
11. Якухный Е.М. Новый взгляд на теорию оптимального портфеля Марковица.// Финансы и кредит. - 2008. - № 26 (314).

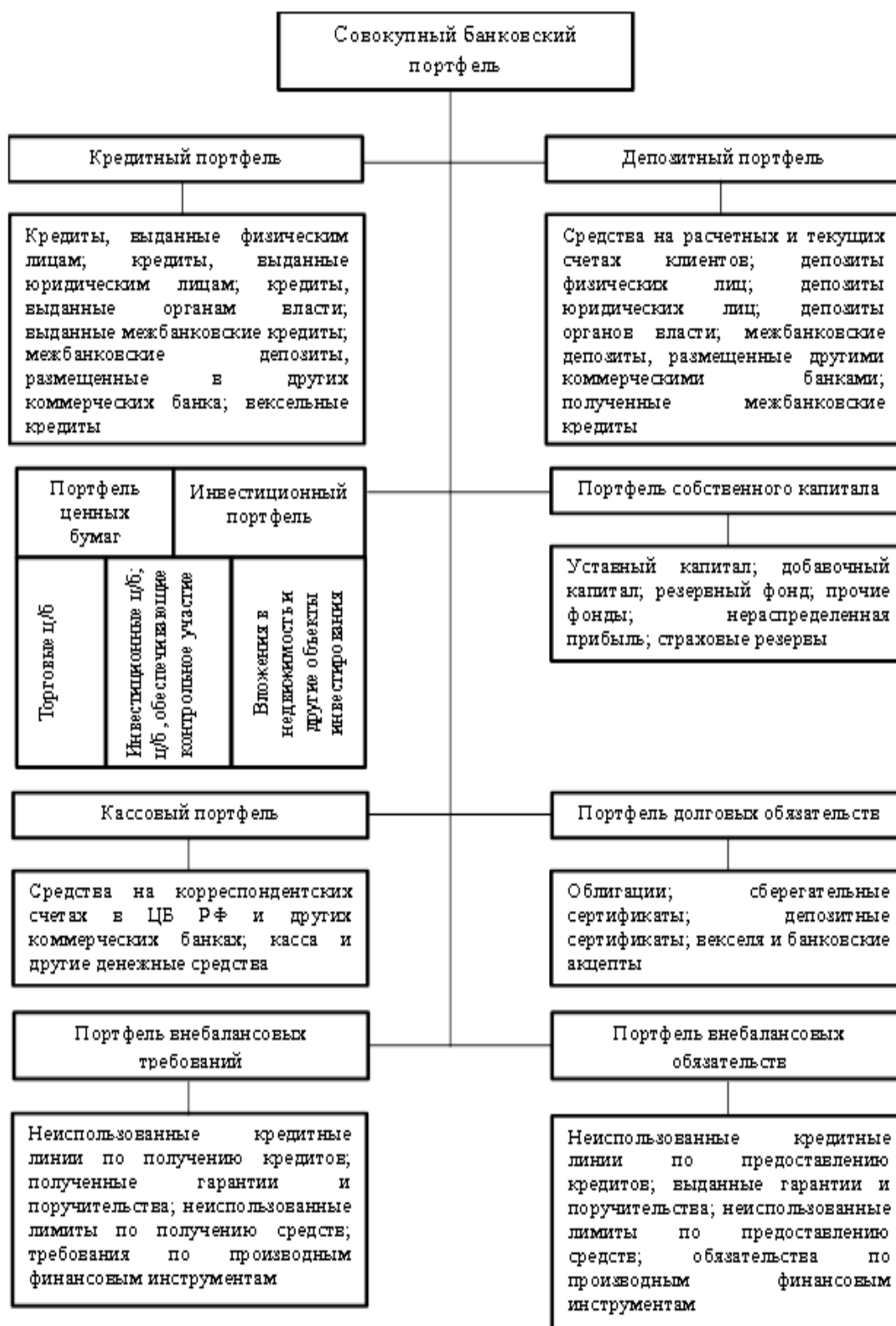


Рисунок 1. Совокупный портфель коммерческого банка