

Course name: "Economic Evaluation of Investments"

Week 14: Investment Portfolio Diversification and Risk Management

Номи фан: Баҳодиҳии иқтисодии сармоягузорӣ (*Economic Evaluation of Investments*)

МАВЗЎИ 14. Диверсификатсияи портфели сармоягузорӣ ва идораи хавф

Нақшаи лексия:

1. Ташкили портфели сармоягузорӣ ва принципҳои асосии он
2. Навъҳои асосии портфелҳо
3. Хатарҳои портфелӣ ва идоракунии онҳо

1. Ташкили портфели сармоягузорӣ ва принципҳои асосии он

Портфели сармоягузорӣ ин маҷмӯи гуногуни арзишҳои сармоягузорӣ (саҳмияҳо, вомбаргҳо, амволи воқеӣ ва ғайра) мебошад, ки бо мақсади ба даст овардани натиҷаи молиявии муайян таркиб дода шудааст.

Ҳангоми ташкили портфели сармоягузорӣ бояд ба мафҳумҳои зерин таваҷҷуҳ кард:

- *Бехатарии* сармоягузорӣ;
- *Устувории* бадастовардани даромад;
- *Бозоргирии* (ликвидность) сармоягузорӣ, яъне тавоноӣ барои иштирок дар хариди фаврии мол (кор, хизматрасонӣ), ё ба роҳи осон ва зуд ба пули нақд табдил ёфтани бе аз даст додани арзиш.

Мақсади асосии ташкили портфел ба даст овардани мутаносибии беҳтарин байни хатар ва даромад барои сармоягузор аст. Ба ибораи дигар, маҷмӯи мувофиқи воситаҳои сармоягузорӣ барои коҳиш додани хатари сармоягузор то ҳадди ақал (минималӣ) ва ҳамзамон афзоиши даромади ӯ то ҳадди аксар (максималӣ) пешбинӣ шудааст.

Масъалаи асосӣ дар ҳангоми ниғаҳдории портфел ин аст, ки чӣ гуна таносуби байни коғазҳои қиматнок бо хосиятҳои гуногунро муайян

кардан мумкин аст. Ҳамин тавр, принципҳои асосии сохтани портфели классикии консервативӣ (камхатар) инҳоянд:¹

- принципи консервативӣ,
- принципи диверсификатсия (гуногунсозӣ),
- принципи бозоргирии кофӣ.

Принципи консервативӣ. Таносуби байни саҳмҳои хеле боэътимод ва хатарнок ба тавре нигоҳ дошта мешавад, то ки талафоти эҳтимолии ҳиссаи хатарнок бо эҳтимолияти зиёд бо даромадҳо аз активҳои боэътимод пӯшида шавад.

Хатари сармоягузорӣ, аз ин рӯ, аз даст додани як қисми асосии маблағ иборат нест, балки фақат ба даст овардани даромади кофии баланд нест. Табиист, ки бе хатар наметавон ба баъзе даромадҳои хеле баланд ноил гашт.

Диверсификатсияи сармоягузорӣ - принципи асосии сармоягузори портфелӣ мебошад. Диверсификатсия хатарро бо роҳи он ки даромадҳои нисбатан пасти эҳтимоли аз як қатор коғазҳои қиматнок бо даромадҳои баланд аз коғазҳои қимати дигар чуброн карда мешаванд, коҳиш медиҳад. Ҳадди ақал кардани хатар бо роҳи дар бар гирифтани коғазҳои қиматноки як қатор соҳаҳои васеъ, ки ба таври зич бо ҳам алоқаманд нестанд, ба даст оварда мешавад, то аз ҳамзамонӣ дар тағйироти сиклии фаъолияти тиҷорати онҳо ҷилавгирӣ карда шавад. Андозаи оптималӣ (муносиб) - аз 8 то 20 намуди гуногуни коғазҳои қиматнок шуда метавонад.

Ҳаҷми кофии маблағҳо дар портфел имкон медиҳад, ки қадами навбатӣ ба диверсификатсияи байнисоҳавӣ ва минтақавӣ гузошта шавад. Принципи диверсификатсияи байнисоҳавӣ аз он иборат аст, ки дар портфел ба харидории коғазҳои корхонаҳои як соҳа роҳ дода

¹ Фаъолияти таҳлилий дар иқтисодиёт ва молия – Дастури таълимӣ-методӣ...Нашриёти «ЧДММ «Валиёр», Душанбе, 2021. – 375 с.

нашавад. Масъала ин аст, ки бухрони иқтисодӣ ё молиявӣ метавонад соҳаро ба таври умумӣ дарбар гирад. Масалан, коҳиши нархҳои нафт дар бозори ҷаҳонӣ метавонад боиси коҳиши ҳамзамони нархҳои саҳмҳои ҳамаи корхонаҳои коркарди нафт гардад ва он ки сармоягузориҳои шумо байни корхонаҳои гуногуни ин соҳа тақсим карда мешаванд, ба шумо кӯмак нахоҳад кард. Ҳамин хел ба корхонаҳои як минтақа нисбат дода мешавад. Коҳиши ҳамзамони арзиши саҳмияҳо метавонад дар натиҷаи нобаробарии сиёсӣ, иҷро накардани вазифаҳо, офатҳои табиӣ, ба кор даровардани магистралҳои нави нақлиёт, ки аз минтақа мегузаранд ва ғайра рух диҳад. Таҳлили амиқтар бо истифода аз воситаҳои риёзии ҷиддӣ имконпазир аст. Таҳқиқоти омӯрӣ нишон медиҳанд, ки бисёр саҳмияҳо, одатан, ҳамзамон дар нарх афзоиш ё коҳиш меёбанд, гарчади чунин пайвандҳои намоёни байни онҳо, мисли мансуб будан ба як соҳа ё минтақа, вуҷуд надорад. Тағйироти нархҳои ҷуфтҳои дигари коғазҳои қиматнок, баръакс, дар марҳилаи муҳолиф мегузаранд. Табиист, ки диверсификатсия дар байни ҷуфти дуҷуми коғазҳои қиматнок хеле беҳтар аст. Усулҳои таҳлили коррелясионӣ имкон медиҳанд, ки бо истифода аз ин андеша, мувозинати оптималиро дар байни коғазҳои қиматноки гуногун дар портфел пайдо кунанд.

Принсипи бозоргирии кофӣ аз он иборат аст, ки ҳиссаи активҳои зуд ба фурушравандаро дар портфел аз сатҳе, ки барои анҷом додани маблағҳои ногаҳонӣ ва даромади баланд ва қонеъ кардани эҳтиёҷоти муштариён ба воситаҳои пулӣ кофӣ аст, поин нигоҳ надорем. Амалия нишон медиҳад, ки фоидаовар аст, ки қисми муайяни маблағҳоро дар коғазҳои қиматноки бозоргир (ҳатто агар даромади камтар дошта бошанд) нигоҳ доред, аммо имконияти зуд вокуниш нишон додан ба тағйироти вазъи бозор ва пешниҳодҳои фоидаовари алоҳидаро дошта бошед. Илова бар ин, шартномаҳо бо бисёре аз муштариён танҳо

вазифадор мекунад, ки қисме аз маблағҳои онҳоро дар шакли бозоргир нигоҳ доранд.

Даромадҳо аз сармоягузориҳои портфелӣ фоидаи умумиро дар тамоми маҷмӯи коғазҳои қиматнок, ки дар ин ё он портфел дохил карда шудаанд, бо назардошти хатар ташкил медиҳанд. Масъалаи мутаносибии миқдори байни фоида ва хатар ба миён меояд, ки бояд ба таври фаъолона барои такмил додани доимии сохтори портфелҳои, ки аллақай ташкил ёфтаанд, ва ташкили навҳо, мувофиқи орзуҳои сармоягузoron, ҳал карда шавад. Бояд гуфт, ки масъалаи зикршуда ба шумораи онҳое тааллуқ дорад, ки барои ҳалли онҳо хеле зуд схемаи умумии ҳалро ёфтан мумкин аст, аммо онҳо амалан то охир ҳал намешаванд.

Дар назар гирифтани масъалаи эҷоди портфел, сармоягузор бояд барои худ параметрҳои, ки бо онҳо роҳбарӣ мекунад, муайян кунад: зарур аст навъи оптималии портфелро интихоб кунад; мутаносибии мувофиқи хатар ва даромади портфелро барои худ арзёбӣ кунад ва мувофиқан вазни хоси портфели коғазҳои қиматнокро бо сатҳҳои гуногуни хатар ва даромад муайян кунад; таркиби ибтидоии портфелро муайян кунад; намунаи идоракунии минбаъдаи портфелро интихоб кунад.

2. Навъҳои асосии портфелҳо

Бартарии асосии сармоягузориҳои портфелӣ имконияти интихоби портфел барои ҳалли вазифаҳои махсуси сармоягузорӣ мебошад. Барои ин аз портфелҳои гуногуни коғазҳои қиматнок истифода мебаранд, ки дар ҳар кадоме мувозинати ҳудро байни хатари мавҷуда, ки барои соҳиби портфел қобили қабул аст, ва омӯзиши (даромади) интизорӣ дар давраи муайяни вақт хоҳад буд. Таносуби ин омилҳо имкон медиҳад, ки навъи портфели коғазҳои қиматро муайян кунанд. Навъи портфел - ин хусусияти сармоягузориҳои он аст, ки дар асоси

муносибати байни даромад ва хатар қарор дорад. Дар ин ҳол, аломати муҳим дар таснифи навъи портфел ин аст, ки чӣ тавр ва бо сарчашмаи чӣ даромад ба даст оварда мешавад: бо сабаби афзоиши арзиши қурбӣ ё бо сабаби пардохтҳои ҷорӣ - дивидендҳо, фоиз.

Ду навъи асосии портфелро ҷудо мекунамд:

1) портфеле, ки барои даст овардани даромад аз ҳисоби фоизҳо ва дивидендҳо равона карда шудааст (*портфели даромад*);

2) портфеле, ки ба афзоиши арзиши қурбӣ аз ҳисоби коғазҳои қиматноки ба он дохилшуда равона карда шудааст (*портфели афзоиш*).

Портфели даромад. Ин навъи портфел барои ба даст овардани даромади ҷорӣ баланд аз ҳисоби пардохтҳои фоизӣ ва дивиденд нигаронида карда шудааст. Портфели даромад асосан аз саҳмияҳои, ки даромади онҳо бо афзоиши миёнаи арзиши қурбӣ ва дивидендҳои баланд хос мебошад, инчунин вомбаргҳо ва дигар коғазҳои қиматнок, ки хусусияти сармоягузори онҳо пардохтҳои ҷорӣ баланд доранд ташкил карда мешавад. Хусусияти ин навъи портфел ин аст, ки мақсади ташкили он - ба даст овардани сатҳи мувофиқи даромад аст, ки андозаи он ба дараҷаи ҳадди ақали хатар, ки барои сармоягузори консервативӣ қобили қабул аст, мувофиқат кунад. Аз ин рӯ, объектҳои сармоягузори портфелӣ воситаҳои хеле боэътимоди бозори фондӣ, ки фоизи баланди устувор пардохтшаванда ва арзиши қурбӣ доранд мебошанд.

Портфели афзоиш аз саҳмияҳои ширкатҳои ташкил меёбад, ки арзиши қурбии онҳо афзоиш меёбад. Мақсади ин навъи портфел - афзоиши арзиши сармояи портфел ҳамроҳ бо ба даст овардани дивиденд мебошад. Аммо пардохтҳои дивидендӣ дар андозаи хурд анҷом дода мешаванд, аз ин рӯ суръати афзоиши арзиши қурбӣ маҷмӯи саҳмияҳои, ки дар портфел дохил мешаванд, навъҳои портфелҳоро, ки дар ин гурӯҳ дохил мешаванд, муайян мекунамд.

Портфели афзоиши таҳаввулгар ба афзоиши максималии сармоя нигаронида шудааст. Дар таркиби ин навъи портфел саҳмияҳои ширкатҳои ҷавон, зуд афзоишбанда дохил мешаванд. Сармоягузори ба ин навъи портфел хеле хатарнок аст, аммо ҳамзамон онҳо метавонанд баландтарин даромад ба бор оранд.

Портфели афзоиши консервативӣ камхатартарин дар байни портфелҳои ин гурӯҳ мебошад. Асосан аз саҳмияҳои ширкатҳои калон, хуб шинохташуда иборат аст, ки бо суръати афзоиши арзиши қурбии паст, аммо устувор хос мекунад. Таркиби портфел дар давраи тӯлонӣ устувор мемонад. Ба нигоҳ доштани сармоя нигаронида шудааст.

Портфели афзоиши миёна ин омезиши хусусиятҳои сармоягузори портфелҳои афзоиши таҳаввулгар ва консервативӣ мебошад. Дар ин навъи портфел ҳамроҳ бо коғазҳои қиматноки боэътимод, ки барои муддати тӯлонӣ харида мешаванд, воситаҳои хатарноки фондӣ, ки таркиби онҳо ба таври даврӣ нав карда мешавад, дохил карда мешаванд. Дар ин ҳол афзоиши миёнаи сармоя ва дараҷаи миёнаи хатари сармоягузори таъмин карда мешавад. Боэътимодӣ аз ҷониби коғазҳои қиматноки афзоиши консервативӣ таъмин карда мешавад, ва даромадҳояш бошад аз ҷониби коғазҳои қиматноки афзоиши таҳаввулгар. Ин навъи портфел модели маъмултарини портфел мебошад ва дар байни сармоягузори ба хатари баланд майл надошта, маъмулияти калон дорад.

Дар марҳилаи дуҷуми ташкили портфел сармоягузор мутаносибии мувофиқи хатар ва даромади портфелро барои худ арзёбӣ мекунад ва мувофиқан вазни хоси портфели коғазҳои қиматнокро бо сатҳҳои гуногуни хатар ва даромад муайян мекунад. Ин навъи портфел модели маъмултарини портфел мебошад ва дар байни сармоягузори ба хатари баланд майл надошта, маъмулияти калон дорад.

Дар марҳилаи дуҷуми ташкили портфел сармоягузор мутаносибии мувофиқи хатар ва даромади портфелро барои худ арзёбӣ мекунад ва мувофиқан вазни хоси портфели коғазҳои қиматнокро бо сатҳҳои гуногуни хатар ва даромад муайян мекунад. Ин вазифа дар асоси таҳлили муомилоти коғазҳои қиматнок дар бозори фондӣ ҳал карда мешавад. Асосан коғазҳои қиматноки ширкатҳои саҳомии шинохташуда, ки нишондиҳандаҳои молиявии хуб доранд, махсусан андозаи калони сармояи оинномавӣ, харида мешаванд.

Дар вақти хариди саҳмияҳо ва вомбаргҳои як ҷамъияти саҳомӣ сармоягузор бояд ба принсипи леверичи молиявӣ таъя кунад.

Леверичи молиявӣ (фишори молиявӣ) ин муносибати байни вомбаргҳо ва саҳмияҳои имтиёзнок, аз як тараф, ва саҳмияҳои оддӣ аз тарафи дигар мебошад.

Леверичи молиявӣ нишондиҳандаи устувори молиявии ҷамъияти саҳомӣ мебошад, ки ин дар даромаднокии сармоягузориҳои портфелӣ инъикос меёбад. Сатҳи баланди леверич падидаи хатарнок аст, зеро ба нобаробарии молиявӣ меорад.

3. Хатарҳои портфелӣ ва идоракунии онҳо

Ҳангоми ташкили портфели сармоягузорӣ, вақте ки маблағҳо ба дороиҳои молиявӣ сармоягузорӣ карда мешаванд, ҳамаи сармоягузoron ба хатари якхела дучор мешаванд.

Хатарҳои сармоягузориҳои портфелӣ дар бар мегиранд: хатари бозсармоягузорӣ, хатари қурбҳои асъор, хатари таваррум, хатари ғайриқобилияти пардохт, хатари бозоргирӣ ва ғайра.

Хатари бозсармоягузорӣ ин хатарест, ки даромадҳои оянда аз сармоягузориҳо (масалан, фоизҳо) наметавонанд бо ҳамон суръати фоизи пешин бозсармоягузорӣ карда шаванд. Агар суръати фоизи бозори коғази қиматнок аз суръати купон поён равад, он гоҳ эмитент

метавонад аз ҳуқуқи пешакӣ қарордодаи бозхондани тамоми нашри коғазӣ қиматнок ё қисми онро пеш аз поёни муддати пушонидан истифода барад. Ў аз ин ҳуқуқ барои таъмин кардани имконияти бозсармоягузорию нашр истифода мекунад. Барои сармоягузор чунин вазъ ба ду сабаб боиси коҳиши даромадҳояш мешавад: андозаи пардохтҳое, ки вай дар вақти бозхондани коғазҳо ба даст хоҳад овард, ба ӯ ба таври дақиқ номаълум аст, ва азбаски чунин вазъ одатан дар ҳолати коҳиши суръати фоиз ба миён меояд, сармоягузор ба хатари бозсармоягузорӣ дучор мешавад. Чунин номуайнии алоқаманд ба ҷараёни пардохтҳо ва шароити бозсармоягузорию такрорӣ, хатари бозхондани пешакӣ номида мешавад. Ин навъи хатар дар идоракунии портфел чунон паҳн шудааст, ки бисёр мудирон онро пас аз хатари нархӣ дар ҷои дуҷум меҳисобанд.

Хатари қурбҳои асъор ин хатарест, ки аз тағйироти ногузири қурбҳои асъор байни пули миллӣ ва пули хориҷӣ сарчашма мегирад. Масалан, агар шумо дар активҳои хориҷӣ (масалан, саҳмияҳои ширкатҳои ИМА) сармоягузорӣ карда бошед, ва қурби доллар нисбат ба сомонӣ коҳиш ёбад, арзиши сармоягузориҳои шумо ва даромади онҳо вақте ба пули миллӣ баргардонида шавад, коҳиш хоҳад ёфт.

Хатари таваррум хатари коҳиши қобилияти харидии даромадҳои оянда ва арзиши сармоя дар натиҷаи афзоиши суръати таваррум аз суръати интизоршаванда мебошад. Ҷараёнҳои пулии номиналӣ дар сармоягузорӣ воридшавии воқеии маблағҳоро пешгӯӣ мекунанд, ҷараёнҳои пулии воқеӣ бошад бо ислоҳот ба нишондиҳандаи таваррум пешбинӣ мешаванд. Дар тӯли давраҳои ҳаёти лоиҳаи сармоягузорӣ барои пешгӯӣ кардани ҷараёнҳои пулии он лаҳзаи муҳим дурустии ҳисоб кардани таваррум аст. Барои ин зарур аст, ки арзиши номиналии сармояро дар ҳангоми ҳисоб кардани ҷараёнҳои пулии номиналӣ истифода барем ва онро дар ҳангоми ҳисоб кардани ҷараёнҳои пулии воқеӣ истифода барем.

Хатари ғайриқобилияти пардохт (пардохтпазир набудан) эҳтимолияти нотавонии қарзгир (эмитент) дар иҷрои уҳдадорихоӣ молиявӣ худ мувофиқи шартнома мебошад. Хатари ғайриқобилияти пардохт натиҷаи ду навъи хатар аст: хатари тиҷоратӣ ва хатари молиявӣ. Хатари тиҷоратӣ ин хатари коҳиши даромадҳои эмитент бо сабаби бад шудани шароити иқтисодӣ ва афзоиши хароҷотҳо мебошад. Хатари молиявӣ аз он иборат аст, ки ҷараёни пардохтҳо ба эмитент бо уҳдадорихоӣ молиявӣ \bar{y} аз $r_{\bar{y}}$ вақт мувофиқат намекунад.

Усулҳои гуногуни идоракунии хатари портфелӣ вучуд дорад. Дар ин лексия мо ба се усули он диққат медиҳем:²

1. Хедҷкунӣ (*Хеджирование*);
2. Маҳдудкунӣ (*Лимитирование*);
3. Суғурта (*Страхование*).

Хедҷкунӣ ин усули идоракунии хавфҳои молиявӣ мебошад, ки ҷуброни талафоти эҳтимолиро дар як мавқеъ (дороиҳои асосӣ) бо кушодани мавқеъи муқобил ё коррелятсияшуда дар бозори деривативҳо дар бар мегирад.

Мақсади хедҷкунӣ на ба ҳадди аксар расонидани фоида, балки кам кардани номуайяни ва устувор кардани натиҷаҳои молиявӣ бо роҳи безарар гардонидани таъсири тағйироти номусоиди нархҳо мебошад.

Механизм амаликунӣ: эҷоди ҷараёни пулии ҷубронкунанда аз мавқеи хеджинг (масалан, шартномаи фьючерсӣ ё опсион), ки аз ҷиҳати самт муқобил аст, аммо аз ҷиҳати бузургӣ ба ҷараёни мавқеи хеджинг монанд аст.

Маҳдудкунӣ усули пешгирикунандаи идоракунии хатарҳо мебошад, ки ба муқаррар кардани маҳдудиятҳои миқдорӣ (ҳадди

² Экономический анализ: учебник / Г.В. Савицкая. — 14-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2017. — 649 с.

аксар) дар параметрҳои фаъолияти молиявӣ ва иқтисодӣ бо мақсади маҳдуд кардани талафоти эҳтимоли то сатҳи қобили қабул асос ёфтааст.

Мақсади маҳдудкунӣ ин маҳдуд кардани талафоти умумӣ аз ҳодисаи хавф тавассути диверсификатсия ва манъ кардани тамаркузи хатар мебошад.

Механизми анҷомдиҳӣ: қорӣ кардани стандартҳо барои:

- ҳадди ниҳоии ҳаҷми сармоягузорӣ дар як дорой/эмитент;
- ҳадди ниҳоии саҳм дар портфел барои як баҳши мушаххас, минтақа ё синфи дороиҳо;
- ҳадди ниҳоии андозаи мавқеи кушода;
- сатҳи қобили қабули ҷалби маблағ.

Дар идоракунии хавфҳои молиявӣ, суғурта усули интиқоли хатари мушаххас ба шахси сеюм (суғуртакунанда) тибқи шартнома мебошад, ки дар он суғуртакунанда бо пардохти муайян (мукофоти суғурта) ӯҳдадор мешавад, ки ҳангоми рух додани ҳодисаи мушаххаси суғурта ба дорандаи полис зарарро ҷуброн кунад.

Мақсади суғурта ҳимоя аз талафоти моддӣ мебошад, ки аз ҳодисаҳои нодир, вале фалокатбор ба вучуд меоянд, ки эҳтимолият ва андозаи онҳоро дақиқ арзёбӣ кардан душвор аст.

Механизми анҷомдиҳӣ: маҷмӯи хатарҳои яхела ва қонуни рақамҳои калон, ки ба суғуртакунанда имкон медиҳад талафотро пешгӯӣ кунад ва захираҳои суғуртаро ташкил диҳад. Талафоти як дорандаи полис байни ҳамаи иштирокчиёни он тақсим карда мешавад.

Адабиёти истифодашуда:

1. Инвестиции: Учебник для бакалавров / А. С. Нешиной. — 9-е изд., перераб. и испр. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2016. — 352 с.
2. Фаъолияти таҳлилӣ дар иқтисодиёт ва молия – Дастури таълимӣ-

методӣ...Нашриёти «ҶДММ «Валиёр», Душанбе, 2021. – 375 с.

3. Шендрикова О.О. Инвестиционный анализ: практикум: учеб. пособие / О.О. Шендрикова, М.С. Луценко. Воронеж: ФГБОУ ВПО «Воронежский государственный технический университет», 2015. - 157

с

4. Экономический анализ: учебник / Г.В. Савицкая. — 14-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2017. — 649 с.