

Портфейлната теория на Джеймс Тобин – противоречив преход между портфейлната селекция на Марковиц и модела за оценка на капиталовите активи

Портфейлната теория е сравнително ново направление на финансите, което непрекъснато се обновява и усъвършенства. От наивната диверсификация (характеризираща се с разпределение на богатството на инвеститорите в максимален брой активи, които заемат равни пропорции в портфейла), през портфейлната селекция на Хари Марковиц и теоремата за прерастване на инвестиционните решения във финансови на Джеймс Тобин до модела за оценка на капиталовите активи (САРМ), разработен от Шарп, Линтнър и Мосин, и съвременните техники за портфейлна селекция и капиталова алокация, за оценка на връзката между риска и възвръщаемостта, през всеки един етап се добавя нов момент, който обогатява натрупаното.

В своята разработка “Предпочитанията към ликвидност като поведение към риск”¹ (1958) Джеймс Тобин поставя основите на теоремата за прерастване на инвестиционните решения във финансови. Разработката на Тобин заема междинно положение между теоремата на Марковиц и модела за оценка на капиталовите активи. Тобин внася по-реалистичен поглед върху същността на портфейлната теория на Марковиц², включвайки в портфейлния анализ инвестирането в безрискови активи. Той пише, че поради факта, че съществуват безрискови активи, те трябва да се включат в инвестиционния портфейл, като инвеститорите съблюдават съотношението риск-възвръщаемост като съотношение между рискови и безрискови активи. Въпросът за съществуването на безрисков актив е много спорен. Дори и американските дългови ценни книжа се характеризират с промяна на възвръщаемостта.

Тобин разширява портфейлната концепция на Марковиц, базирана на “ефективния фронт” като го видоизменя в линия на капиталовия пазар (Capital Market Line). Съществен момент в портфейлния анализ на Тобин е инвестирането в т.нар. “пазарен портфейл” – съвкупност от всички рискови активи в икономиката, които се включват в този портфейл с тегло, което съответства на техния дял в икономиката. Този пазарен портфейл според Тобин представлява макет на икономиката. На практика първо е невъзможно да се определят характеристиките на пазарния портфейл, в този ред на мисли възниква въпросът дали това е портфейл, който е точно отражение на действителното състояние на капиталовия пазар? Възможно ли е да се изгради единен критерий, съобразно който да се определи, че един портфейл съответства на пазарния? Не е ли инвестирането в пазарния портфейл форма на наивна диверсификация (разликата между пазарния портфейл и наивната диверсификация е в разпределението на богатството между отделните активи), а следователно и известно отстъпление от принципа на Марковиц за избор на активи не толкова съобразно броя им, а преди всичко при анализ на взаимовръзката между отделните активи, аз бих допълнила взаимовръзката между един актив и всички останали, разглеждани като едно цяло? Възниква проблемът как да се дефинира действителното състояние на капиталовия пазар, защото инвеститорите и анализаторите възприемат по различен начин това състояние. Именно това различие във възгледите е причина за съществуването на капиталов пазар. Дори и пазарните индекси не могат да се приемат като разрешение на проблема за инвестиране в пазарен портфейл. Освен това трудно би могло да се приеме “предложението” на Тобин за инвестиране в един портфейл – това противоречи на разликите между възгледите на инвеститорите както по отношение на оценката и избора на определена връзка между риска и възвръщаемостта от съответната инвестиция, така и по отношение на очакванията на инвеститорите за бъдещото представяне на отделната компания или на капиталовия пазар като цяло. Една от

¹ Tobin, James, Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk, 1958

² Markowitz, H., Portfolio Selection, Journal of Finance, 1952

причините за инвестиране е “залогът” между миналото представяне на една компания и нейните акции, и очакванията на инвеститорите за бъдещото положение на тази компания спрямо останалите на капиталовия пазар.

Приносът на Тобин към портфейлната теория безспорно се базира на теоремата за прерастване на инвестиционните решения във финансови – т.е. инвестирането в съкровищни бонове е по своята същност даване на заем, докато инвестирането в пазарния портфейл е вземане на пари на заем. По този начин Тобин въвежда понятието ливъридж (финансов лост) в инвестиционната практика. Конструирването на портфейл от ценни книжа зависи основно от това каква част от богатството на инвеститора е дадена на кредит или взета на заем³. Тези решения зависят от равнището на лихвения процент и от действието на двата ефекта – на дохода и на заместването, които стимулират инвеститора към определено съотношение между безрисковите и рисковите активи. Тук основно може да се посочи факта, че според Тобин в пазарния портфейл се включват и фирмени облигации, което също е форма на даване на пари на заем. Следователно дори и в рамките на “пазарния портфейл”, ако все пак допуснем съществуването и приложимостта му, има избор между даване или вземане на пари на заем.

Тобин разделя инвеститорите условно на два основни типа – риск-отбягващи и риск-приемащи инвеститори. Риск-отбягващите инвеститори според него могат да се разделят на диверсификатори и спекуланти. Според Тобин спекулантите не съществуват. Това е друга слабост в неговата теория – в действителност спекулантите съществуват и тяхното съществуване не трябва да се приема негативно – в икономиката съществува риск, който се поема от спекулантите, от една страна, а от друга страна може да се каже, че до известна степен капиталовият пазар съществува, защото съществуват спекулантите. Основната причина, поради която Тобин “пропуска” съществуването на спекулантите е може би, че той приема факта, че инвеститорите избират съотношението риск-възвръщаемост съобразно съотношението между безрисковите активи и “пазарния портфейл”. Но това е само едната страна на портфейлната селекция – другата страна, може би и по-съществена, е избора на инвеститорите между отделните рискови активи. Именно при избора между рисковите активи и при анализа на взаимодействието между тях се проявява същността на съотношението риск-възвръщаемост. Би могло да се приеме, че спекулантите имат едно междинно положение между риск-отбягващите и риск-приемащите инвеститори, т.е. спекулантите са потенциални риск-приемащи инвеститори макар да са риск-отбягващи по природа (както пише Тобин). Обстоятелството, че един инвеститор е спекулант не противоречи на факта, че той може да бъде и диверсификатор.

Разработката на Тобин, въпреки своите слабости, служи като основа на модела за оценка на капиталовите активи. Основното предимство на модела за оценка на капиталовите активи е приемането на факта, че съществува риск, който не може да се диверсифицира, а следователно се излиза извън погрешното схващане както на Марковиц, така и на Тобин за минимизиране на инвестиционния риск. От друга страна, съществен момент от модела за оценка на капиталовите активи е коефициента β , който изразява как възвръщаемостта на един актив се променя в зависимост от състоянието на икономиката (представяно в анализите чрез индексите на фондовите борси или чрез движението на brutния вътрешен продукт). Недостатъкът на този коефициент е еднопосочността на анализа на възвръщаемостта – т.е. приема се, че възвръщаемостта на един актив се определя от състоянието на икономиката. Но от друга страна важно е и да се анализира как състоянието на икономиката се влияе от фундаменталните характеристики, които стоят зад определения актив - факт, който се пренебрегва от коефициента β .

³ Пътев, Пламен, Управление на портфейла, “Абагар” – Велико Търново, 1996

Причината за съществуването на портфейла е възможността, която стои пред инвеститорите за разпределяне на риска и възвръщаемостта между различни активи, избора между това дали да се дава разполагаемото богатство на заем или да се заемат пари за инвестиране, разнообразието на модели за оценка на инвестиционния риск и възвръщаемост, наличието на различна визия между инвеститорите по отношение на бъдещите перспективи, които стоят пред компаниите (и съответно - акциите на тези компании) и възможността тези разлики между инвеститорите да се реализират на капиталовия пазар. Всеки инвеститор се стреми да “открие” акции, които според него са подценени с очакването, че те наистина са подценени, но за определен период от време. Следователно отправен момент е индивидуалната визия на инвеститора, която прави възможно функционирането на фондовата борса.

Използвана литература:

1. Markowitz, H., Portfolio Selection, Journal of Finance, 1952
2. Пътев, Пламен, Управление на портфейла, “Абагар” – Велико Търново, 1996
3. Tobin, James, Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk, Review of Economic Studies, 1958
4. Tobin, James; Estimation of Relations for Limited Dependent Variables, Cowles Foundation 1952