

ЕВОЛЮЦИЯ НА ПОРТФЕЙЛНИЯ ПОДХОД В БИЗНЕСА

Ас. Виктория Станчева
Катедра „Маркетинг”
Икономически университет – Варна

Резюме

Портфейлната теория, възникнала в сферата на финансовите инвестиции, с времето навлиза и в по-широк управленски контекст. Портфейлни модели се използват за вземане на решения в условия на риск и несигурност по отношение на продуктов мениджмънт, управление на проекти, инвестиции в недвижими имоти, управление на взаимоотношенията с клиенти и др. Докладът проследява еволюцията в приложението на портфейлния подход в бизнес контекст и идентифицира насоки за бъдещо развитие.

Ключови думи: CRM, портфейлна теория, риск.

EVOLUTION OF THE PORTFOLIO APPROACH IN BUSINESS CONTEXT

Assist. prof. Viktoria Stancheva
Department of Marketing
University of Economics – Varna

Abstract

Portfolio theory, which has emerged in the field of financial investment, has come into the wider context of management over time. Portfolio models are used for decision-making in conditions of risk and uncertainty regarding product management, project management, real estate investment, customer relationship management, etc. The report tracks the evolution of the Portfolio Approach in a business context and identifies guidelines for its future development.

Key words: CRM, portfolio theory, risk

Първоначално портфейлната теория се използва в сферата на финансовите инвестиции, но по-късно навлиза и в по-широк управленски контекст¹. Най-общо тя позволява инвеститорите да конст-

¹ Генезисът на нейното приложение в бизнеса следва да се търси още в средата на XX век, когато Марковиц публикува своята „Теория на ефективните порт-

руират такъв портфейл от активи, който максимизира възвръщаемостта при дадено равнище на риск или минимизира риска при дадено равнище на възвръщаемост². Това е възможно чрез диверсификация на активите в рамките на портфейла³. Тук следва да се посочи, че възвръщаемостта и рискът са неизменно присъщи характеристики на всички инвестиционни активи, които имат голямо значение за количествения анализ и съответно оценката на ефективността на един портфейл. В този контекст през годините сме свидетели на бурно развитие на портфейлните модели – такива се създават и използват в сферата на инвестиции от реални и финансови активи, продуктов мениджмънт, при управлението на взаимоотношенията с клиенти и др. И до днес редица учени и практики продължават да проектират различни модели, които притежават способността да улеснят управленски решения в определен контекст. Допълнително развитието на информационните и комуникационните технологии позволява редица иновации в посока на усъвършенстване на портфейлните модели и разширяване на тяхната достъп-

фейли“. Съществен принос имат и Тобин и Шарп, като и тримата споменати учени получават Нобелова награда по икономика за приносите си в развитието на портфейлната теория.

² Следва да се отбележи, че портфейлната теория разграничава понятията „оптимален“ и „ефективен“ портфейл. Ефективен портфейл е този, който при зададено равнище на възвръщаемост (риск) има минимален риск (максимална възвръщаемост). Това от своя страна налага необходимостта да бъде конкретизирана една от двете характеристики с цел получаване на портфейл от ефективната граница (efficient frontier). Оптимален портфейл е един единствен портфейл от ефективната граница, който предоставя най-добрата възможна комбинация между риск и възвръщаемост за даден инвеститор. За повече информация виж: Markowitz, Harry M., G. Peter Todd, and William F. Sharpe. *Mean-variance analysis in portfolio choice and capital markets*. Vol. 66. John Wiley & Sons, 2000.

³ Това е така, тъй като различните финансови активи се влияят в различна степен от промените в средата. Така например активи като валути, борсово търгувани стоки (злато, петрол, метали, зърно и пр.), акции на различни по размер компании от конкретни индустрии и др. не реагират по един и същ начин на промените в икономическата конюнктура. Това позволява тяхното комбиниране в единен инвестиционен портфейл да осигури позитивни парични потоци и да изгладя потенциалните загуби от негативни промени, дори и при неочаквани пазарни турбуленции.

ност.

В тази връзка **цел на разработката** е на базата на обобщение и анализ на основни теоретични постановки в областта на портфейлната теория и нейното приложение в различни области да се очертае еволюцията на нейното развитие в бизнес контекст.

За реализирането на дефинираната от автора цел са поставени следните **научно-приложни задачи**:

- На база критично обобщение да се изяснят теоретико-методични аспекти на портфейлната теория и възможностите за нейното приложение в различни бизнес аспекти;
- Да се проследи еволюцията на портфейлния подход в бизнес контекст;
- Да се идентифицират насоки за бъдещо развитие на моделите.

Портфейлната теория служи като база за развитие на редица свързани с нея концепции, придобили широка популярност през годините. Така например при оценката на формиран инвестиционен портфейл от активи се отчитат не само индивидуалните му характеристики (възвръщаемост и риск), но от особена важност е и тяхното съпоставяне с такива на други портфейли и активи. В тази връзка следва да се отчете и ролята на модела за оценка на капиталови активи (МОКА), който позволява определяне мястото на даден актив и/или портфейл на пазара (в т.ч. и посочване на „надценени“ и „подценени“ активи и/или портфейли). С пълна увереност може да се твърди, че моделът се превръща в значима част от съвременния портфолио мениджмънт. След представянето на МОКА в началото на шестдесетте години на 20 век, моделът се превръща в обект на редица изследвания както в теоретичен, така и в емпиричен аспект. Анализирани са както неговите възможности и обяснителни способности, така и методите за тестване на неговата адекватност и валидност за различни пазари. Съществуват мнения, че допусканията на модела са невъзможни в условията на съвременните финансови

пазари, което дава основание резултатите от МОКА да се приемат с известни резерви⁴. Въпреки критиките към модела, в специализираната литература са познати и изследвания на негови „привърженици“, които представят потвърждение за адекватността на модела и наличието на позитивна връзка между риск и възвръщаемост⁵. Може да се обобщи, че и до днес няма единно мнение по отношение на МОКА и неговата обяснителна способност, но безспорно моделът впечатлява със своята „математическа елегантност“, което го превръща в широко приложим инструмент. Научна експанзия в литературата отразява от една страна същественото значение, което МОКА притежава за развитието на инвестиционния мениджмънт, а от друга комплицирания и многопосочен характер на дълбоките различия на капиталовите пазари по света, които са неизменна част от съвременния икономически живот и пораждат необходимост от адаптация на модела.

По-късно портфейлни модели навлизат и в стратегическия мениджмънт за ефективно разпределяне на ограничените ресурси на фирмата между стратегическите бизнес единици. Най-често в литературата са разглеждани възможностите за класифициране на продукти и/или стратегически бизнес единици по дадени критерии за извеждане на насоки за тяхното управление и постигане на фирмените цели.

Сред първите изследвания на приложимостта на портфейлната теория в областта на продуктовия мениджмънт е това на Cardozo & Smith, които откриват, че концептуално привлекателния портфейлен подход предоставя редица възможности за продуктовете мениджъри и неговото модифициране за нуждите на отделни компании може да доведе до ефективно управление на ограничените

⁴ Nenkov, Dimiter N. "Dynamics of capital markets and its impact on the cost of equity." *Current Issues of Business & Law* 7.2 (2012).

⁵ Jagannathan, Ravi, and Zhenyu Wang. The conditional CAPM and the cross-section of expected returns. *The Journal of finance* 51.1 (1996): p.3-53.

ресурси на компаниите⁶. Разнообразието от портфейлни модели в областта на стратегическото планиране свидетелства за широкия обхват на приложимост на портфейлния подход в бизнеса. Това твърдение намира потвърждение в заключението на Turnbull, според който „приспособимостта на портфейлната концепция за приложение на различни управленски равнища и с различна степен на сложност допълнително илюстрира нейната полезност като мощен управленски инструмент“⁷. Авторът обяснява това с възможностите за приложение на портфейлния подход на различни равнища и с различна степен на агрегираност съобразно целите на компанията.

За ползите от приложението на портфейлната теория при управлението на взаимоотношения с клиенти пишат редица автори. Сред първите предложени модели е този на Larréché & Srinivasan, които предлагат програмен продукт, представляващ система за оценка и формулиране на стратегии за портфейл от различни стратегически бизнес единици, вкл. и клиенти⁸. Създадени са и редица матрични модели за управление на клиентски портфейли, които обаче в по-голямата си част не включват характерни за портфейлната теория количествени оценки на риск, възвръщаемост, ефективен и оптимален портфейл. Последните започват да привличат интереса на учените през началото на 21 век. За приложението на МОКА при оценката на риска на отделните (групи) клиенти в рамките на клиентския портфейл на организацията са необходими допълнителни

⁶ Тяхното изследване обаче поражда широка дискусия, при която се откроява като слаба страна наличието на значителни разлики между финансовите активи и продуктите като активи, които могат да бъдат обект на портфейлна оптимизация, което води до неизпълнение на някои от най-важните допускания на портфейлната теория и невъзможност за нейното адекватно приложение при продуктовия мениджмънт. За повече информация виж: Cardozo, Richard N., and David K. Smith Jr. "Applying financial portfolio theory to product portfolio decisions: An empirical study." *The Journal of Marketing* (1983): 110-119.

⁷ Turnbull, Peter W. A review of portfolio planning models for industrial marketing and purchasing management. *European Journal of marketing* 24.3 (1990):p. 20

⁸ Larréché, Jean-Claude, and Viji Srinivasan. STRATPORT: A decision support system for strategic planning. *The Journal of Marketing* (1981): p. 39-52.

адаптации на модела, тъй като някои ключови негови допускания не са изпълнени при разглеждането на клиентите като активи. Въпреки това е важно да се отбележи, че редица научни изследвания потвърждават възможностите за прилагане на МОКА и портфейлната теория по отношение на клиенти с известни модификации⁹.

В това направление работят и Dhar & Glazer, които обосновават необходимостта от измерване на риска на всеки клиент и илюстрират как дадена фирма може да повиши печалбите си чрез придобиване или задържане на конкретен тип клиенти (или клиентски сегменти), които следва да избере на базата на тяхното поведение при покупки и степен на влияние върху диверсификацията на паричните потоци от целия клиентски портфейл¹⁰. Тази теза се споделя и от други автори, които доказват емпирично, че модерната портфейлна теория и МОКА предоставят на маркетинговите мениджъри възможности да определят кои клиенти са надценени, кои са подценени, кои не са включени в портфолиото на компанията, а могат да донесат ползи и пр. Ryals аргументира значението от употребата на карта за оценка на риска на взаимоотношенията с клиенти и предлага разработването на CRM стратегии, отчитащи риска¹¹.

⁹ Виж например: Homburg, Christian, Viviana V. Steiner, and Dirk Totzek. Managing dynamics in a customer portfolio. *Journal of Marketing* 73.5 (2009): p. 70-89.

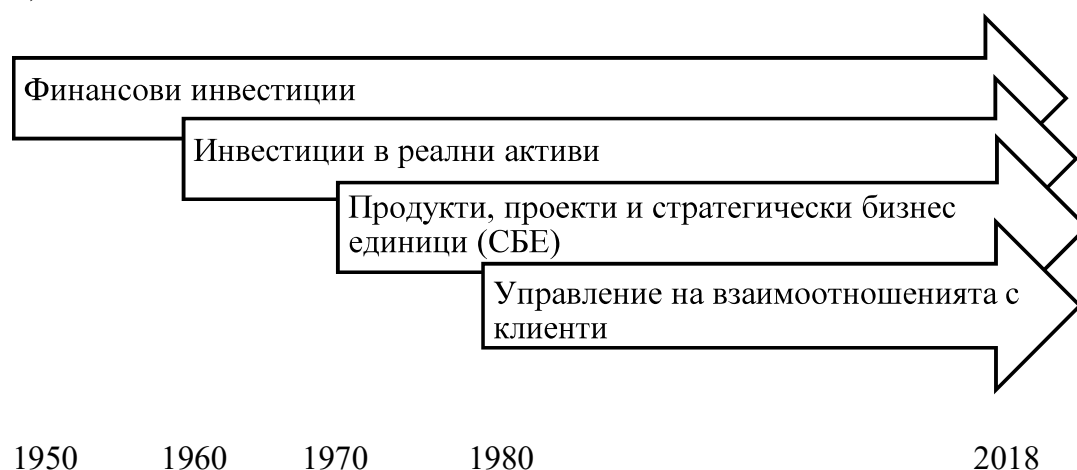
¹⁰ Dhar, R., & Glazer, R. (2003) Hedging customers. *Harvard business review*, 81(5), pp. 86-92.

¹¹ Ryals разделя стратегиите за намаляване на риска при управлението на взаимоотношения с клиенти в групи: (1) намаляващи риска от загуба на желани клиенти; (2) ценообразуване, съобразено с риска на отделните (групи) клиенти. Авторът допълва, че подобни стратегии се използват от различни компании, като дават пример за първата група при Wesleyan Insurance Society – застрахователна компания, която притежава няколко награди за своята CRM система и използва алгоритми за търсене на сходни поведенчески характеристики сред клиенти, които преустановяват употребата на услугите на компанията. За повече информация виж: Ryals, Lynette. "Making customers pay: measuring and managing customer risk and returns." *Journal of strategic marketing* 11.3 (2003): p. 165-175.

Примери за ценообразуване, съобразено с риска на отделните (групи) клиенти, са често срещани и до днес, в т.ч. при банкови корпорации и определяне на кредитни условия и лимити, мобилни оператори, интернет доставчици, застра-

Известно е, че портфейлният анализ на клиентите се свързва по-често с приложение на организационни пазари. Това може да се обясни със значително по-малкия брой участници на тези пазари и в т.ч. – клиенти, по-големите обороти и дългосрочни взаимоотношения. В този дух е и работата на Buhl и Heinrich, които предлагат количествен портфейлен модел, който отчита риска на база волатилността на пожизнената стойност на клиентите¹². Използвайки данни за средните годишни приходи на ключови сегменти клиенти от сферата на финансовите услуги, те тестват модела и доказват, че оптималният портфейл от клиенти е по-добър от настоящия по няколко критерия.

В резултат на осъществения анализ еволюцията на портфейлния подход в бизнеса може да бъде представена по следния начин (фиг.1):



Фиг. 1. Еволюция на портфейлния подход в бизнеса

Може да се обобщи, че при употребата на портфейлни модели е важно да се познават добре техните ограничителни условия и допускания и дори да се използват и допълнителни инструменти преди предприемането на ресурсоемки действия. Разгледаните по-горе

хователи, авиационни компании и пр. Това може да се приеме като свидетелство за високата практико-приложна стойност на портфейлния подход в областта на маркетинга.

¹² Buhl, Hans Ulrich, and Bernd Heinrich. Valuing customer portfolios under risk-return-aspects: a model-based approach and its application in the financial services industry. *Academy of Marketing Science Review* 12.5 (2008).

портфейлни модели, както и изведените техни недостатъци могат да се разглеждат като опорни точки за проектиране на по-добри и адекватни инструменти в бъдеще. Погледнати интегрално, представените в изложението изследвания в областта на приложението на портфейлния подход в бизнеса, позволяват открояването на следните два извода:

- Портфейлният подход предоставя редица възможности и се свързва с безспорни приноси при приложението си в различни области на бизнеса.
- Съществуват ограничения и недостатъци на наличните в литературата изследвания, които могат да бъдат избегнати чрез адаптирането на различни интердисциплинарни достижения за усъвършенстване на портфейлни модели.

Тези две твърдения ни дават основания да предположим, че съществуват обективни предпоставки за разширяване научното познание в областта на приложението на портфейлния подход в бизнеса. В същото време предвид дигиталната трансформация на бизнес средата днес сме свидетели на редица тенденции, които очертават насоки за развитие на портфейлни модели. Така например според изследване от 2018 г. сред повече от 300 маркетингови експерти от над 19 индустрии 98% от професионалистите са на мнение, че персонализацията подобрява взаимоотношенията с клиенти¹³. Приблизително 9 от всеки 10 експерти (88%) посочват, че техните клиенти очакват персонализиран подход. В този контекст могат да се разработят портфейлните модели, които насочват към най-оптималния микс от комуникационни и/или дистрибуционни канали до даден (тип) клиент.

Използвана литература

1. Buhl, Hans Ulrich, and Bernd Heinrich. Valuing customer

¹³ Evergage/Researchscape International [Online]. Available at: <http://www.evergage.com/wp-content/uploads/2018/04/Evergage-2018-Trends-in-Personalization-Survey.pdf> [Accessed: 21.09.2018]

portfolios under risk-return-aspects: a model-based approach and its application in the financial services industry. *Academy of Marketing Science Review* 12.5 (2008).

2. Cardozo, Richard N., and David K. Smith Jr. "Applying financial portfolio theory to product portfolio decisions: An empirical study." *The Journal of Marketing* (1983): 110-119.

3. Dhar, R., & Glazer, R. (2003) Hedging customers. *Harvard business review*, 81(5), pp. 86-92.

4. Evergage/Researchscape International [Online]. Available at: <http://www.evergage.com/wp-content/uploads/2018/04/Evergage-2018-Trends-in-Personalization-Survey.pdf> [Accessed: 21.09.2018]

5. Homburg, Christian, Viviana V. Steiner, and Dirk Totzek. Managing dynamics in a customer portfolio. *Journal of Marketing* 73.5 (2009): p. 70-89.

6. Jagannathan, Ravi, and Zhenyu Wang. The conditional CAPM and the cross-section of expected returns. *The Journal of finance* 51.1 (1996): p.3-53.

7. Larréché, Jean-Claude, and Viji Srinivasan. STRATPORT: A decision support system for strategic planning. *The Journal of Marketing* (1981): p. 39-52.

8. Markowitz, Harry M., G. Peter Todd, and William F. Sharpe. Mean-variance analysis in portfolio choice and capital markets. Vol. 66. John Wiley & Sons, 2000.

9. Nenkov, Dimitar N. "Dynamics of capital markets and its impact on the cost of equity." *Current Issues of Business & Law* 7.2 (2012).

10. Ryals, Lynette. "Making customers pay: measuring and managing customer risk and returns." *Journal of strategic marketing* 11.3 (2003): p. 165-175.

11. Turnbull, Peter W. A review of portfolio planning models for industrial marketing and purchasing management. *European Journal of marketing* 24.3 (1990)

Контакти:

Виктория Станимирова Станчева

E-mail: vstancheva@ue-varna.bg