

ПОРТФЕЛЬ РОССИЙСКОГО ИНВЕСТОРА: АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ УПРАВЛЕНИЯ

THE RUSSIAN INVESTOR'S PORTFOLIO: IMPORTANT PROBLEMS OF MANAGEMENT

M. Koniagina

Summary. The article presents the results of the modern Russian investment portfolio management practice investigation. The author notes the peculiarities of the methods of forming and managing the investment portfolio in the Russian realities, as well as highlights the practical problems faced by financial intermediaries — professional intermediators at the security market. The recommended approaches to the investment strategy transformation and tactics of investment management helps to determine the further vector of the national stock market development and to balance the Russian economy.

Keywords: Investment portfolio, investor, security market, risk management, financial intermediary.

Конягина Мария Николаевна

Д.э.н., профессор, Северо-Западный институт управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ
a070278@yandex.ru

Аннотация. В статье представлены результаты обобщения новейшей российской практики управления инвестиционным портфелем. Автор не только отмечает особенности методов формирования инвестиционного портфеля и управления им в российских реалиях, но и выделяет практические проблемы, с которыми сталкиваются финансовые посредники — профессиональные управляющие на рынке ценных бумаг. Рекомендуемые подходы к трансформации инвестиционной стратегии и тактики управления инвестициями позволяют определить дальнейший вектор развития национального фондового рынка и повысить устойчивость российской экономики.

Ключевые слова: Инвестиционный портфель, инвестор, рынок ценных бумаг, управление рисками, финансовый посредник.

Современные условия развития экономики делают интересные вызовы перед современными финансовыми институтами, инвестирующими собственные средства и капиталы клиентов. Объем внутренних инвестиций в нашей стране постепенно растет в абсолютном выражении, возрастают и сроки, на которые клиенты готовы инвестировать. Если в самом начале 2000-х годов инвестиции носили спекулятивный характер, то сегодня это стратегические вложения, нацеленные на будущие пенсии, дополнительный доход к ним.

Такие изменения в инвестиционной парадигме клиентов влекут и трансформацию финансового рынка: повышается профессионализм его участников, усиливается конкуренция, растет качество обслуживания. При этом риски, существующие при инвестировании, не исчезают. Они требуют регулирования наравне с управлением самими объектами инвестирования. Все это включает в себя управление инвестиционным портфелем, которое представляет собой процесс применения комбинированных методов формирования пула финансовых активов и его изменения, которые направлены на увеличение стоимости этих активов и приносимую ими прибыль. Иными словами, управляющий инвестиционным портфелем должен:

- ◆ сохранить первоначально инвестированные финансовые средства,
- ◆ достичь максимально возможного при выбранной стратегии уровня дохода,

- ◆ обеспечить инвестиционную направленность инвестиционного портфеля.

Известно множество видов инвестиционных портфелей, и число их с каждым годом увеличивается. Однако, говоря о финансовом рынке, мы имеем дело с инвестиционными портфелями, сформированными из особых прав на разного вида активы, т.е. из разного рода ценных бумаг. Существует множество факторов, влияющих на стоимость ценных бумаг, и, следовательно, на фондовый риск [9, с. 55–71]:

1. Фундаментальные факторы, которые находят отражение в ключевых макроэкономических показателях состояния национальной экономики, влияющих на ожидания участников рынка ценных бумаг.
2. Технические факторы, изменение которых показывают индикаторы — результаты проведения технического анализа рынка, который предполагает влияние закономерности прошлого движения курса на будущее его изменение.
3. Динамика финансового состояния эмитентов ценных бумаг от отчетности к отчетности.
4. Краткосрочные неожиданные события природного характера, как стихийные бедствия, катастрофы, а также политические изменения: войны, смена президентов и правительств, политические скандалы.

Как и любой процесс, управление портфелем ценных бумаг сопряжено с рядом рисков. Для многих инвесторов риск ограничивается волатильностью, поэтому они начинают продавать активы, как только ценные бумаги начинают терять в цене, и наоборот. Но этот риск чаще сопряжен с поведением самих портфельных управляющих, чем с изменением цен.

Грамотный инвестор всегда готов к изменению котировок ценной бумаги и даже ожидает ее. Реальным же инвестиционным риском является постоянная потеря инвестиционного капитала его владельцем. Для того что бы этого не случилось у инвестора всегда должен быть план по управлению рисками.

Одним из основных подходов к количественному определению потерь постоянных инвестиций является концепция максимального сокращения портфеля. Оно представляет собой измерение суммы, которую портфель снижает с максимума до самой низкой точки за определенный промежуток времени. Это измерение риска представляет собой сумму основного капитала, потерянного от максимума до минимума.

Для того что бы избежать риска потери инвестиционного капитала необходим грамотный подход к управлению портфелем и его рисками. Управление может осуществляться инвестором самостоятельно, что не всегда рационально в случае, когда он не является специалистом в области финансовых рынков. Тогда управление целесообразно передать доверительному управляющему — профессиональному участнику рынка ценных бумаг, «который по сравнению с непрофессиональным участником имеет следующие преимущества:

- ◆ профессиональное знание рынка ценных бумаг;
- ◆ максимальное совпадение его функциональных обязанностей с обязанностями по доверительному управлению ценными бумагами;
- ◆ заинтересованность в доверительном управлении, которая состоит в получении заранее оговоренного денежного дохода;
- ◆ узкая специализация профессиональных участников рынка ценных бумаг, которая дает возможность гибкого выбора доверительного управляющего, исходя из целей доверительного управления» [6, с.141].

Фондовый рынок движется вверх и вниз: рыночные цены на акции компаний могут быть сильно завышены, сильно недооценены или колебаться между этими экстремумами в любой момент времени. Поэтому первым шагом в профессиональном управлении инвестиционным риском является планирование распределения активов портфеля. Необходимо определить вероятность максимальной потери. В свою очередь это приведет

к пониманию уровня предельного риска — суммы капитала, которую возможно потерять на значительном медвежьем рынке, что как раз и находится в зависимости от выбранного распределения активов.

Индивидуальные инвестиции могут увеличиваться или снижаться в цене без какой-либо корреляции с рынком. Это особый риск для отдельных инвестиций или небольшой их группы.

Несистемный риск легко смягчается в портфеле посредством диверсификации и инвестирования в стоимостную оценку. Диверсификация инвестиций, выполненная правильно, способна снизить риск без снижения ожидаемой прибыли. Правила диверсификации устанавливают границы и обеспечивают структуру в вашем плане управления рисками. Установление лимитов на распределение по каким-либо отдельным ценным бумагам фондам и секторам экономики снижает риск инвестиционного портфеля, т.к. снижает его волатильность без снижения ожидаемой прибыли.

Инвестиционный риск является важнейшей концепцией инвестирования. Ценностным инвесторам нужен план управления рисками, который предотвращает постоянную потерю капитала за счет использования распределения активов, диверсификации и инвестирования в оценку.

Одна из концепций, используемых при расчетах риска и возврата, — это стандартное отклонение, которое измеряет дисперсию фактических доходностей вокруг ожидаемой отдачи инвестиций. Поскольку стандартное отклонение является квадратным корнем дисперсии, дисперсия является еще одним важным понятием. Дисперсия вычисляется путем взвешивания каждого возможного несоответствия в развитии ситуации по его относительной вероятности.

Стандартное отклонение ожидаемой доходности инвестиций считается основной мерой риска. Если бы две потенциальные инвестиции имели тот же ожидаемый доход, то с более низким стандартным отклонением считалось бы менее потенциальным риском.

Для вычисления эффективности инвестиционного портфеля и управления фондовым риском часто используется коэффициент Шарпа. Этот расчет (формула 1) измеряет добавочное вознаграждение инвестора при принятии дополнительного риска. Чем больше коэффициент Шарпа, тем выше вероятность возврата. Чем меньше коэффициент Шарпа, тем ниже потенциальный доход.

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma} = \frac{E[R - R_f]}{\sqrt{\text{Var}[R - R_f]}} \quad (1)$$

где R — доходность портфеля (актива);
 R_f — доходность от альтернативного вложения (как правило, берётся безрисковая процентная ставка);
 $E[R - R_f]$ — математическое ожидание
 σ — стандартное отклонение доходности портфеля (актива)

Если R_f является константой в течение рассматриваемого периода, то выполняется равенство (формула 2):

$$\sqrt{\text{Var}[R - R_f]} = \sqrt{\text{Var}[R]} \quad (2)$$

При применении коэффициента Шарпа существует ряд ограничений:

1. Измерение прибыли, основанное на среднемесячной доходности, выражаемое в процентах годовых, лучше оценивает возможную результативность в следующем месяце, чем на протяжении всего года.
2. Коэффициент Шарпа измеряет совокупную волатильность портфеля, а не риск, поэтому он не показывает, колеблется ли стоимость активов вверх или вниз.
3. Коэффициент Шарпа не делает различий между чередующимися и последовательными убытками.

Этот показатель лучше всего применять на не менее чем трехлетней истории работы портфеля. Стандартное отклонение измеряет абсолютную величину волатильности инвестиций, не связанную с каким-либо индексом. Поэтому без дополнительной информации невозможно определить, является ли значение коэффициента в 1,07 хорошим или плохим.

Оценку прибыли относительно риска можно получить только при сравнении коэффициентов Шарпа у различных портфелей. Вместе с другими измерениями этот коэффициент помогает инвесторам выработать стратегию, которая и подходит под финансовые нужды, и соответствует представлениям о границах риска.

Важно, что коэффициент Шарпа применяют для определения того, насколько принимаемый инвестором риск компенсируется доходностью актива. Инвестиции в актив с более высоким коэффициентом Шарпа будут рассматриваться как менее рискованные, если сравнивать два вида активов с равным ожидаемым доходом.

Управление рисками представляет собой процесс, направленный на выявление неопределенностей и возможных проблемных зон до того, как произошли фатальные для портфеля ценных бумаг события, когда есть все шансы сделать что-то, чтобы избежать, смягчить или управлять риском, или остановить проект, если им не удастся управлять.

Активное управление рисками — это синтез теоретического подхода для определения, оценки и количественного определения рисков с помощью управленческого подхода для смягчения, контроля и управления ими.

К основным направлениям ежедневной текущей работы по управлению фондовыми рисками относятся:

1. Анализ фондового рынка и прогноз курсов ценных бумаг;
2. Количественная оценка фондового риска;
3. Определение элементов фондового риска, оказывающих влияние на деятельность управляющего портфелем;
4. Установление величины возможных финансовых потерь портфеля, установление лимита на фондовый риск и его отдельные виды;
5. Выбор оптимальных методов управления фондовыми рисками.

Таким образом, минимизация фондовых рисков тесно связана с правильной оценкой со стороны финансового посредника альтернатив внедрения соответствующей системы управления фондовыми рисками, ее возможностей, комплексного характера, стоимости и оптимальности выполняемых функций.

Фондовый рынок России, на котором сейчас проходят основные сделки по формированию и управлению инвестиционным портфелем, относительно молод и не лишен проблем, поиск решения которых будет способствовать дальнейшему успешному развитию рынка ценных бумаг. Среди таких проблем следует выделить:

1. Высокую степень влияния и зависимости от негативных внешних факторов: экономический кризис, санкционная политика, торговые войны, политический прессинг и прочее.
2. Ориентацию отечественного фондового рынка на выполнение государственных задач, а также перераспределение крупных пакетов акций.
3. Незначительная роль государства, как эмитента, инвестора, катализатора процессов на фондовом рынке, что в сочетании с предыдущим пунктом вызывает недоумение;
4. Невершенное законодательство и формальный контроль над его соблюдением;
5. Диспропорции в распространении инвестиционной деятельности и услуг по ее обеспечению и обслуживанию в регионах России.

Финансовые институты, управляющие инвестициями, сталкиваются с вышеперечисленными проблемами постоянно. С помощью операций с ценными бумагами

они обладают возможностями направлять свободные капиталы в производственную сферу, в торговый оборот, а также финансировать государственные расходы. Однако во многих регионах России, особенно депрессивных (дотационных) субъектах Федерации развитие деятельности с ценными бумагами развивается с отставанием, ее становление связано с большими сложностями.

В 2014 году ряд крупных финансовых посредников России попал в санкционный список, приобретая проблемы с получением займов на международном рынке, а также с продажей собственных ценных бумаг иностранным инвесторам. Кроме того, в тот же год произошла девальвация российского рубля относительно доллара США и евро, что имело неоднозначные последствия. С одной стороны, кредиты на международном рынке заимствований стали значительно дороже, доступ к ним ряду финансовых посредников — с государственным участием и имеющим отношения к ряду проектов — был ограничен. С другой стороны, стоимость ценных бумаг, имеющих у инвесторов в наличии для продажи, эмитированных в иностранной валюте, выросла практически в два раза.

Проблемы фондового рынка обусловили трудности управления портфелем ценных бумаг, с которыми сталкиваются российские финансовые посредники:

1. Отсутствие четких регламентов работы на рынке, что приводит к разобщенным действиям его участников и возникновению конфликтов, а также убытков;
2. Антироссийские санкции, а также ответные контр санкции влекут за собой ограничения возможности работать на международном фондовом рынке, а значит и ограниченный набор инструментов финансового управления инвестиционными портфелями;
3. Низкий процентный доход по ценным бумагам приводит к тому, что портфель ценных бумаг не рассматривается как один из надежных источников прибыли.

Пересмотрев свою инвестиционную политику, финансовые посредники могут решить данные проблемы, если не полностью, то частично. А переориентация вложений в бумаги отечественных компаний может нивелировать проблему санкционных ограничений. Все это предопределяет следующие возможные перспективы трансформаций и развития современного отечественного рынка ценных бумаг:

- ◆ происходит процесс увеличения собственного капитала и выделение крупных ведущих профессионалов рынка — *концентрация капитала*, а также их слияния в еще более крупные структуры на рынке ценных бумаг — *централизация капитала*;

- ◆ *интернационализация и глобализация рынка* — национальный капитал, несмотря на санкции, переходит границы стран, развивается международный рынок ценных бумаг, по отношению к которому национальные рынки становятся второстепенными;
- ◆ *повышение уровня организованности и усиление государственного контроля*. Все участники рынка заинтересованы в том, чтобы рынок был правильно организован и жестко контролировался в первую очередь главным участником рынка — государством. При правильной организации и контроле мы не просто уйдем от проблем, обусловленных сильным отставанием законодательства и диспропорциями развития инвестиционной деятельности в стране, но можем избежать и суровых последствий циклических кризисов, которые неизбежны, но будут проявляться в мягкой форме;
- ◆ *диджитализация рынка ценных бумаг*. Взрывное развитие инфраструктуры рынка, технологий его обслуживания, применение современных системы быстродействующих и всеохватывающих расчетов для участников и между ними, в анализе данных и в способах торговли уже свершилась;
- ◆ *рынок становится по-настоящему новаторским*: производные финансовые инструменты, торговые системы, искусственный интеллект, информационные системы — все работает на развитие методов управления портфелями, снижение рисков, увеличение скорости реакции на внешние факторы;
- ◆ *секьюритизация* — это способ перевода активов из своих первоначальных форм в ценные бумаги, позволяющие получить финансирование сделки существенно раньше, чем придет срок завершения предшествующих сделок;
- ◆ *взаимодействие с другими сегментами рынка капиталов*. Современные условия позволяют использовать возможности разных сегментов рынка одновременно, что приводит к взаимопроникновению и обоюдному развитию.

Все эти изменения уже происходят в жизни рынка ценных бумаг и финансовых посредников. Чтобы облегчить работу в таких условиях, необходимо провести ряд фундаментальных изменений. Прежде всего следует повышать прозрачность рынка, финансовых посредников, особенно с государственным участием в капитале [7, с.450–459], допустить на рынок новых эмитентов ценных бумаг. Также необходимо обеспечить эффективную инфраструктуру фондового рынка, путем унификации регулирования сегментов организованного рынка. Нельзя забывать о формировании благоприятного налогового и инвестиционного климата как для residen-

тов, так и для нерезидентов, для юридических лиц и для населения. Первостепенным вопросом здесь становится режим налогообложения операций с ценными бумагами и с производными финансовыми инструментами. Льготы позволят вложить средства, временно выведенные из-под налогообложения в ускорение кругооборота капитала.

Работать на фондовом рынке не просто не только частным инвесторам, но и компаниям. Это связано не только с возможными рисками убытков от проведения операций, но и отсутствием четких регламентов работы на рынке. Таким образом, для решения этой проблемы необходимо принять следующие меры:

1. Качественное улучшение нормативных документов, регулирующих деятельность на финансовом рынке, совершенствование пруденциального надзора со стороны мегарегулятора, внедрение и развитие общественного контроля через триаду саморегулируемых организаций — финансового омбудсмена — союзов защиты прав потребителей финансовых услуг.
2. Унификация принципов и стандартов деятельности участников рынка, а также взаимодействия государственных органов с саморегулируемыми организациями.
3. Снижение административных барьеров и значительное упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг.
4. Обеспечение эффективной системы раскрытия информации.
5. Развитие и совершенствование корпоративного управления [8].
6. Принятие действенных мер по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности участников рынка.

В результате мирового финансового кризиса конца первого десятилетия XXI века отчетность многих финансовых посредников демонстрирует убытки. Расширился список неустойчивых кредитных организаций, куда

попали финансовые посредники, ранее относящиеся к крупнейшим и не вызывавших сомнений в их надежности. Нельзя не отметить и кризис доверия клиентов к финансовым компаниям, что вызвало некоторый отток средств.

При этом кризис 2008 года прошел для страны с меньшим уроном, нежели события после 2014 года, когда к обвалу цен на нефть, росту курса доллара США и евро к рублю, добавились экономические санкции против российских компаний из-за геополитической ситуации в мире. Здесь к усугубившемуся кризису доверия добавилось и падение доходов населения.

Сегодня экономика страны уже провела перестройку под санкционный режим. Финансовые посредники также не остались в стороне. Несмотря на фигурирование в различных санкционных списках иностранных государств, крупнейшие банки продолжают свою работу на международном рынке. По факту ввод санкций заставил финансовых посредников пересмотреть свои методы управления рисками, снизить уровень принятия рисков. Но в целом структура портфеля не претерпела значительных изменений. Во многом это связано с инвестированием в бумаги с высоким инвестиционным рейтингом, а также большой долей облигаций федерального займа в портфеле. Совокупность этих факторов дает защиту портфелю ценных бумаг от глобальных изменений на мировом фондовом рынке.

Сейчас назревает необходимость изменения приоритетов в формировании инвестиционных портфелей и управлении ими. И инициатива в этом должна принадлежать государству, которое через регулирование рынка ценных бумаг может обеспечить условия его развития, перераспределения капитала в экономике страны, развивать региональные рынки, формировать факторы повышения конкурентоспособности финансовых посредников, создать комфортные условия для активного участия банков и компаний, не только системообразующих, но и небольших размеров.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гражданский Кодекс РФ. Часть первая: Федеральный закон от 30.11.1994 № 51-ФЗ. — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<http://base.garant.ru/10164072/>>.
2. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон от 03.02.1990 г. № 395-1 — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<http://base.garant.ru/10105800/>>.
3. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<http://base.garant.ru/12114746/>>.
4. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ. — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<http://base.garant.ru/10106464/>>.
5. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): Федеральный закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ. — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<http://base.garant.ru/12127405/>>.

6. Запорожан А. Я. Управление пакетами акций, входящими в состав государственной собственности // Управленческое консультирование. Актуальные проблемы государственного и муниципального управления. 2008. № 1(29). С. 136–144.
7. Коныгина М. Н. Повышение прозрачности банков с государственным участием в капитале через систему социально-экономической эффективности // Общественные науки. 2011. № 6, с. 450–459.
8. Коныгина М. Н. Стратегия развития корпоративных отношений в банковском секторе экономики: монография. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ. 2010.
9. Соколинская Н. Э. Система управления фондовыми рисками в банке // Финансы, денежное обращение и кредит. 2013. № 3. С. 55–71 — [Электронный ресурс]. — Электрон.дан. — Режим доступа: <<https://cyberleninka.ru/article/v/sistema-upravleniyafondovymi-riskami-v-bankah>>.

© Коныгина Мария Николаевна (a070278@yandex.ru).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»



Северо-Западный институт управления Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ