

УДК 33

## **Теоретические и методологические аспекты воспроизводства инвестиционного капитала в процессе создания и управления инвестиционным портфелем**

**Яковлев Вадим Владимирович**

Аспирант,  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,  
125468, Российская Федерация, Москва, просп. Ленинградский, 49;  
e-mail: kartracer23@mail.ru

### **Аннотация**

В настоящее время в условиях динамично меняющейся конъюнктуры финансового рынка, инвестору необходимо владеть все большим количеством инструментов для эффективного преумножения капитала. Необходимо проводить комплексный анализ как потенциальных доходов, так и рисков, возникающих в ходе управления. Одной из особенностей большинства торгуемых российских акций является сильная зависимость от политического климата, поэтому на первом месте для любого инвестиционного портфеля находится его устойчивость к политическим рискам. В таких условиях диверсификация с помощью различных категорий финансовых продуктов является ключевой для обеспечения выживаемости портфеля. Данный вопрос приобретает особую актуальность на фоне развития финансовой грамотности населения, а также создания условий для возвращения национального капитала на родину, так и привлечения иностранного. Для качественного воспроизводства капитала необходимо применять разноплановые и диверсифицированные стратегии по формированию портфеля, что и легло в задачу данной работы. Результатом стало создание стабильного к политическим рискам портфеля, с доходностью выше индекса ММВБ, основанного как на классических, так и на нестандартных инструментариях для данного типа инвестирования.

### **Для цитирования в научных исследованиях**

Яковлев В.В. Теоретические и методологические аспекты воспроизводства инвестиционного капитала в процессе создания и управления инвестиционным портфелем // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 9А. С. 215-223.

### **Ключевые слова**

Инвестиционный капитал, управление портфелем ценных бумаг, диверсификация, риски, экономика.

## Введение

Одной из важнейших проблем, стоящих на сегодняшний день перед Россией, является обеспечение стабильного экономического роста страны. Мировой опыт показывает, что важным механизмом устойчивого экономического подъема является трансформация денежных сбережений населения, поскольку способствует их последующему перераспределению в производственную и социальную сферу. Трансформация свободных денежных средств населения в инвестиции происходит посредством функционирования института финансовых посредников. Можно выделить два основных вида перераспределения: через банковскую систему посредством привлечения средств населения через вклады и выдача кредитов и через финансовый рынок посредством долговых инструментов, как облигаций, и долевых – акций.

### Теоретические особенности формирования инвестиционного портфеля

Любая деятельность на фондовом рынке сводится к покупке и продаже различных финансовых инструментов – от облигаций федерального займа (ОФЗ) до неликвидных акций третьего эшелона. Добавив к ним производные финансовые инструменты (фьючерсы, опционы) мы можем формировать весьма интересные стратегии, способные повышать прибыль за счет большей волатильности и риска для одних, или же диверсифицировать и хеджировать риски для других. Что бы вы делали или не делали на рынке ценных бумаг, можно с точностью сказать, что вы однозначно будете делать – это формировать и управлять портфелем ценных бумаг.

Так что же такое портфель ценных бумаг? Согласно определению, предложенному в учебнике Буренина А.Н. «Управление портфелем ценных бумаг», под портфелем ценных бумаг понимается набор финансовых активов, которыми располагает инвестор. В него могут входить как инструменты одного вида, например, только акции или облигации, так и разные активы: ценные бумаги, срочные контракты, недвижимость [Буренин, 2008]. Таким образом, даже купив одну акцию, вы уже начинаете формировать свой собственный инвестиционный портфель. Цель формирования портфеля состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Она достигается, во-первых, за счет диверсификации портфеля по составу инструментов, т.е. распределения средств инвестора между различными активами, и, во-вторых, тщательного подбора финансовых инструментов.

Инвестиционный портфель позволяет объединять в себе сочетания различных финансовых инструментов, входящих в него в тех пропорциях, которые при грамотном управлении позволяют максимизировать прибыль при заданных параметрах риска. Следует отметить, что подобное невозможно при использовании одной отдельной бумаги.

Выделяют несколько ключевых этапов инвестиционного процесса и управления портфелем ценных бумаг:

- 1) Определение инвестиционных целей и типа портфеля;
- 2) Определение стратегии управления портфелем;
- 3) Проведение анализа ценных бумаг и формирование портфеля;
- 4) Оценка эффективности портфеля;
- 5) Ревизия портфеля.

Подробнее остановимся на выборе стратегии управления портфелем. Можно разбить классификацию стратегий по следующим признакам:

- Стиль управления (активный, пассивный);
- Субъект (самостоятельно, управляющая компания);
- Технологии (математические модели, применение компьютерных торговых программ).

Достижение больших прибылей невозможно без занятия активной позиции по рынку, так что портфели с активной стратегией управления отличаются высокой доходностью и достаточным уровнем риска. Пассивный стиль больше подходит для консервативных и малорисковых портфелей. В основном своем это долгосрочные инвестиции в акции крупных компаний первого эшелона, или как их еще называют – «голубые фишки», а также в государственные облигации и корпоративные облигации крупных компаний. Данная стратегия подходит для тех, у кого горизонт инвестиций измеряется годами, и кто не готов принимать большой риск управляя портфелем.

Также портфелем можно управлять как самостоятельно, так и через управляющую компанию. Необходимо заметить, что по Российскому законодательству, инвестиционные фонды, созданные в форме паевых, обязаны передавать в управление свой портфель управляющей компании фонда, так как такой фонд не может являться юридическим лицом.

Что касается физических лиц, то им лучше формировать и управлять портфелями самостоятельно, так как услуги профессиональных управляющих стоят дорого, и состоят из двух частей: плата за управление, составляющая определенный процент от суммы принятой к управлению, и бонус за успех, составляющий долю в прибыли от управления и напрямую связанная от степени риска портфеля.

На сегодняшний день технологии ушли далеко вперед, и трейдерам больше не нужно сидеть в биржевых ямах Нью-Йорка или Лондона. Эпоха электронной дистанционной торговли привела к тому, что можно осуществлять управление дистанционно. Однако сейчас наличие человека так же не обязательно – многие инвестиционные фонды и банки применяют компьютерные модели и программы для совершения сделок и осуществления управления портфелем. На рынке биржевых технологий стала важна скорость реакции на события, и чем «быстрее» твоя технология, тем лучше и больше, в теории, ты будешь зарабатывать.

Любое грамотное управление портфелем ценных бумаг, подразумевает наличие определенной стратегии, каждая из которых построена на определенных параметрах риск-менеджмента, без которого было бы невозможно извлекать прибыль из данной деятельности. Поэтому было бы неправильным обойти столь важную тему.

Рыночный риск (системный или недиверсифицируемый риск) это минимальный уровень риска, которого можно достичь путем диверсификации по широкой группе ценных бумаг. Колебания дохода зависят от экономической, психологической и политической обстановки, воздействующей одновременно на все ценные бумаги.

Специфический риск (несистемный или диверсифицируемый риск) вызывается событиями, относящимися только к компании или эмитенту, такими, как управленческие ошибки, новые контракты, новые продукты, слияния приобретения и т.п.

Управление рисками основывается на определенных принципах, основными из которых являются:

- Осознанность принятия рисков. (Финансовый менеджер должен сознательно идти на риск, если он надеется получить соответствующий доход от осуществления инвестиционного проекта.)
- Управляемость принимаемыми рисками. В состав портфеля рисков должны включиться

преимущественно те из них, которые поддаются нейтрализации в процессе управления независимо от их объективной и субъективной природы.

- Сопоставимость уровня принимаемых рисков с уровнем доходности. Этот принцип является основополагающим в теории финансового менеджмента. Он заключается в том, что предприятие должно принимать в процессе осуществления инвестиционной деятельности только те виды финансовых рисков, уровень которых не превышает соответствующего уровня доходности по шкале «доходность – риск».
- Сопоставимость уровня принимаемых рисков с финансовыми возможностями предприятия. Ожидаемый размер финансовых потерь предприятия, соответствующий тому или иному уровню риска, должен соответствовать той доле капитала, которая обеспечивает внутреннее страхование рисков.
- Учет временного фактора в управлении рисками. Чем длиннее период осуществления ИП, тем шире диапазон сопутствующих рисков, тем меньше возможностей обеспечивать нейтрализацию их негативных финансовых последствий
- Учет финансовой стратегии предприятия в процессе управления рисками. Система управления рисками должна базироваться на общих критериях избранной предприятием финансовой стратегии
- Учет возможности передачи рисков. Принятие ряда рисков несопоставимо с финансовыми возможностями предприятия по нейтрализации их негативных последствий при вероятном наступлении рискованного случая.
- Включение таких рисков в портфель совокупных рисков допустимо лишь в том случае, если возможна частичная или полная их передача партнерам по проекту.

Итак, основными рисками в управлении портфелем ценных бумаг являются:

- Валютные риски;
- Спекулятивные риски;
- «Человеческий фактор»;
- Инвестиционные риски;
- Технологические риски [Абрамов, 2010].

Разобравшись с основными типами рисков, перейдем к методам, позволяющим снизить их негативное воздействие на портфель ценных бумаг. Они включают:

- избежание риска;
- лимитирование концентрации риска;
- хеджирование;
- диверсификацию;
- создание специальных резервных фондов;
- страхование.

Подводя итог первой главы, можно отметить, что любая деятельность по покупке или продаже ценных бумаг, по сути, уже является управлением портфелем ценных бумаг. Основным принципом является создание портфеля, который будет позволять максимизировать прибыль при заданных параметрах риска. Использование разностороннего подхода в определении и управлении рисками позволяют построить стабильную стратегию управления, которая будет соответствовать всем заданным параметрам риска.

### **Формирование портфеля ценных бумаг по нормативам для смешанных паевых инвестиционных фондов**

Поскольку основная направленность наших управляющих на рынок акций и облигаций, то наш выбор сокращается до фонда акций, фонда облигаций и смешанного фонда. Вкратце, при фонде акций мы должны иметь не менее 50% акций и не более 40% облигаций в активах фонда, в фонде облигаций не менее 50% должны приходиться на долговые инструменты и не более 20% на долевые, и, наконец, в смешанном фонде состав инструментов может быть любым, но при этом все ценные бумаги в сумме не должны быть менее 70% портфеля. Оставшиеся части портфеля могут быть распределены исключительно между инструментами, которые были одобрены приказом Федеральной Службы по Финансовым Рынкам, функции которой теперь выполняются Центральным Банком РФ. В их числе:

- Денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- Инвестиционные паи других паевых фондов;
- Паи иностранных инвестиционных фондов.

По статистике за 2015 год, фонды акций занимают лидирующее место по доходности (34,5%), на втором месте идут фонды облигаций (28,9%), и на третьем - смешанные (18,6%). Следует отметить, что данные цифры говорят лишь об успехе фондов в конкретный инвестиционный период. Нужно понимать, что низкая доходность может быть не из-за того, что год был не очень удачным, а из-за того, что был создан достаточно хеджированный портфель, а, как известно, чем меньше риск, тем меньше прибыль. В любом случае, для инвесторов больше важна стабильность дохода, а не его одномоментный размер.

Выбрав открытый смешанный паевой инвестиционный фонд, мы обязуемся сформировать портфель, минимум из 70% ценных бумаг, таких как облигации и акции. Поскольку наша задача обеспечить максимальную диверсификацию наших активов и защищенность при скачках рынка, то 50% будут отданы под облигации, 30% под акции и 20% под паи других инвестиционных фондов.

По облигациям состав также будет диверсифицирован. Согласно данным других ПИФов, оптимальная диверсификация достигается при следующем соотношении:

Состав портфеля облигаций представлен в таблице 1:

**Таблица 1 - Долевое распределение облигаций по категориям**

Тип бумаги	Отношение к объему
Облигации Федерального Займа	50%
Муниципальные облигации	15%
Корпоративные облигации рейтинга AAA	25%
Спекулятивная позиция	10%

Благодаря такому распределению мы получаем хорошо защищенную позицию благодаря высокой доли ОФЗ в портфеле, при возможности торговать муниципальные и корпоративные облигации, обладающими чуть большим риском, но по ним выше доходность, что позволит больше зарабатывать при небольшом отклонении риска, а отведение десятой части под спекуляции с ценой смогут сбалансировать портфель на падающем рынке. В нее также войдут корпоративные и муниципальные облигации невысокого рейтинга, по которым риск заметно выше, но в отношении которых основной целью не станет погашение и получение купонов.

При таком распределении портфеля облигаций, тестирование торговой стратегии за 2015 год показало следующие результаты, представленные в таблице 2:

**Таблица 2 - Портфель облигаций**

Инструмент	Тип бумаги	Доля (%)	Доходность (%)
ОФЗ 46017	ОФЗ	25	9,5
ОФЗ 24018	ОФЗ	25	10,5
ВТБ-6	Корпоратив	10	10,7
Мечел 13	Спекуляция	2	56
Мечел 14	Спекуляция	2	51,4
ТГК 2	Спекуляция	3	72
Самара 8	Муниципалы	5	10,55
Самара 9	Муниципалы	11	10,3
Ресолизинг	Корпоратив	7	12
Нижгоробл 7	Муниципалы	5	10,1
РЖД 16	Корпоратив	10	11,7
Фольксваген 67	Корпоратив	10	10,5
Акрон 4	Корпоратив	10,45	6
Акбарс 04	Корпоратив	11,2	5
Итого	-//-	100	14,98

Разобравшись с облигациями, перейдем ко второй составляющей нашего фонда – акции. Повторюсь, что в нашем фонде под них выделяется 30%. Итак, основным объектом инвестирования станут акции первого эшелона, то есть самые ликвидные и, как следствие, самые надежные с точки зрения риска акции в России. Основой торговой стратегии станет инвестирование в дивиденды крупных компаний, а также спекуляции на более волатильных бумагах в соотношении 80 на 20. Для диверсификации все акции компаний первого эшелона будут разбиты по секторам в равных пропорциях. Это необходимо для снижения воздействия рисков одной сферы деятельности на весь инвестиционный портфель.

Поскольку нам необходимо составить портфель так, чтобы максимально контролировать риск. Поэтому основным критерием выбора бумаг станет бета-коэффициент.

Бета-коэффициент показывает чувствительность изменения цены отдельной акции к значению индекса бенчмарка, в нашем случае индекса ММВБ. Отрицательное значение коэффициента свидетельствует об обратной зависимости, нулевое – о ее отсутствии. Расчет производится ежедневно по окончании торгов на основном рынке. Количество дней в расчетном периоде – 50. Значение бета-коэффициента индекса всегда равно 1. Если он больше 1 для портфеля бумаг – то это очень неприятная ситуация, дословно означающая, что при изменении цены бенчмарка на 1%, портфель изменится 1,44% с прямой корреляцией.

Наша задача сводится к сведению бета-коэффициента в диапазон от 0 до 1. Все бумаги с бетой выше 1, хороши для краткосрочных спекулятивных сделок, так что мы их тоже не станем отсеивать, а сформируем из них наш спекулятивный портфель акций, занимающий, как уже было сказано выше, 20% от всей совокупной доли акций в фонде.

Данный тип стратегии с ценными бумагами носит название “buy and hold”, что в дословном переводе звучит, как «купи и держи». Плюсами ее выступает получения повышенной доходности портфеля за счет дивидендных выплат, но существенным минусом будет являться сильная зависимость рыночного портфеля от рынка. Для снижения этого воздействия и, как следует, риска, применяются «короткие» продажи без покрытия. Смысл данного метода прост:

поскольку на практике очень редко встречаются акции с отрицательным значением бета-коэффициента, то и сбалансировать портфель ценных бумаг относительно бенчмарка становится невероятно трудной задачей. Поэтому некоторые бумаги просто продают, снижая таким образом совокупную бета составляющую портфеля, тем самым снижая зависимость последнего от рынка. Ниже приведена таблица с акциями, их долями в портфеле акций и бета-коэффициентом (таблица 3).

**Таблица 3 - Портфель акций**

Название	Доля (%)	Бета-коэффициент
Сбербанк ао	10	1,51
Газпром ао	10	1,7
ГМК Норникель ао	10	0,4
Новатэк ао	10	0,57

Источник: investfunds.ru

Сформировав последний элемент нашего портфеля, представим его доходность за период с 01.01.2016 года по текущий момент путем тестирования стратегии на исторических данных.

Таким образом, получившийся портфель показал доходность за полгода в 15,61% против 9,35% у бенчмарка. Главным же плюсом созданного портфеля является то, что параметр Value at Risk удалось снизить относительно аналогичного у индекса ММВБ. Так, у последнего этот показатель за рассмотренный период равен 2,1% против всего 0,69% у инвестиционного портфеля.

### Заключение

По результатам проведенной работы удалось с помощью добавления к привычным инструментов рынка – акций и облигаций реализовать нашу задачу по созданию относительно независимого от политических рисков портфеля, в котором воспроизводство капитала будет на более высоком уровне, чем позволило бы инвестирования в индекс с меньшими параметрами VaR. Это позволит вкладывать большие средства с четким пониманием дельты риска. Несмотря на то, что за тестовый период портфель и показал внушительные результаты, однозначно трактовать эффективность данного метода нельзя, однако в текущих политических и экономических реалиях такой способ управления капиталом позволяет на высоком качественном уровне способствовать его стабильному воспроизводству.

### Библиография

1. Абрамов А.Е. Перспективы и риски // Вестник НАУФОР. 2010. №3. С. 42-57.
2. Белак А. Особенности взаимодействия финансовых инструментов в портфельном инвестировании // Взаимодействие финансового и реального секторов экономики – Материалы Международной научно-практической конференции. 2015. С. 191-194.
3. Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг. М., 2008. 452 с.
4. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ (ред. 30.12.2015) «Об инвестиционных фондах».
5. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ.
6. Al-Shattarat W., Al-Shattarat B.K. The Relationship Between Cumulative Abnormal Returns And Earnings: Evidence From Emerging Markets // The Journal of Developing Areas. 2017. Vol. 51. №. 2. P. 357-368.
7. Dempsey M., Li A. Is post earnings announcement drift a priced risk factor in emerging markets? Chinese evidence // Archives of Business Research. 2017. Vol. 5. №. 6. P. 29-47.
8. Nympha R., Naveen K., Lokesh K. Earnings Information and Stock Market Efficiency // American Scientific Research Journal for Engineering, Technology, and Sciences. 2017. Vol. 31. No 1. P. 92-100.

---

## Theoretical and methodological aspects of the reproduction of investment capital in the process of creating and managing an investment portfolio

**Vadim V. Yakovlev**

Postgraduate,  
Financial University under the Government of the Russian Federation,  
125468, 49, Leningradskii av., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: kartracer23@mail.ru

### Abstract

At present, in the conditions of dynamically changing financial market conditions, the investor needs to own more and more tools to effectively increase capital. The author of research presented in this paper states that it is necessary to conduct a comprehensive analysis of both potential revenues and risks arising during management. One of the peculiarities of the majority of the Russian shares being traded is a strong dependence on the political climate, therefore its resistance to political risks is in the first place for any investment portfolio. Under such conditions, diversification through various categories of financial products is key to ensuring portfolio survival. This issue is of particular relevance against the background of the development of financial literacy of the population, as well as the creation of conditions for the return of national capital to their homeland, and the attraction of foreign capital. For the qualitative reproduction of capital, it is necessary to apply diverse and diversified strategies for the formation of the portfolio, which became the task of this work. The result was the creation of a stable to political risks portfolio, with a yield higher than the MICEX index, based on both classical and non-standard tools for this type of investment.

### For citation

Yakovlev V.V. (2018) Teoreticheskie i metodologicheskie aspekty vosproizvodstva investitsionnogo kapitala v protsesse sozdaniya i upravleniya investitsionnym portfelem [Theoretical and methodological aspects of the reproduction of investment capital in the process of creating and managing an investment portfolio]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (9A), pp. 215-223.

### Keywords

Investment capital, portfolio management, diversification, risks, economics.

### References

1. Abramov A.E. (2010) Perspektivy i riski [Perspectives and risks]. *Vestnik NAUFOR* [NAUFOR Herald], 3, pp. 42-57.
2. Al-Shattarat W., Al-Shattarat B.K. (2017) The Relationship Between Cumulative Abnormal Returns And Earnings: Evidence From Emerging Markets. *The Journal of Developing Areas*, 51, 2, pp. 357-368.
3. Belak A. (2015) Osobennosti vzaimodeistviya finansovykh instrumentov v portfel'nom investirovanii [Features of the interaction of financial instruments in portfolio investment]. In: *Vzaimodeistvie finansovogo i real'noo sektorov ekonomiki – Materialy Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii* [Interaction of financial and real sectors of the economy – Materials of the International Scientific and Practical Conference].
4. Burenin A.N. (2008) *Upravlenie portfelem tsennykh bumag* [Portfolio management]. Moscow.
5. *Federal'nyi zakon ot 29 noyabrya 2001 g. № 156-FZ (red. 30.12.2015) «Ob investitsionnykh fondakh»* [Federal Law of November 29, 2001 No. 156-FZ (as amended on December 30, 2015) “On Investment Funds”].



- 
6. *Federal'nyi zakon «O rynke tsennykh bumag» ot 22.04.1996 № 39-FZ* [Federal Law “On the Securities Market” of April 22, 1996 No. 39-ФЗ].
  7. Dempsey M., Li A. (2017) Is post earnings announcement drift a priced risk factor in emerging markets? Chinese evidence. *Archives of Business Research*, 5, 6, pp. 29-47.
  8. Nympha R., Naveen K., Lokesh K. (2017) Earnings Information and Stock Market Efficiency. *American Scientific Research Journal for Engineering, Technology, and Sciences*, 31, 1, pp. 92-100.