

Министерство образования и науки Российской Федерации
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Тольяттинский государственный университет»

Институт финансов, экономики и управления

(институт)

Магистратуры (бизнес-программ)

(департамент)

38.04.01 Экономика

(код и наименование направления подготовки, специальности)

Корпоративные финансы

(наименование профиля, специализации)

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

на тему: Эффективность управления инвестиционным портфелем (на примере паевых инвестиционных фондов)

Студент

М. А. Саклеев

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Руководитель

А.А. Шерстобитова

(И.О. Фамилия)

(личная подпись)

Допустить к защите

Руководитель департамента канд.экон.наук, доцент А.А. Шерстобитова

(ученая степень, звание, И.О. Фамилия)

(личная подпись)

« » 20 г.

Тольятти 2018



Росдистант
ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ ДИСТАНЦИОННО

Содержание

Введение	3
1. Теоретические аспекты эффективности управления инвестиционным портфелем	8
1.1. Экономическая сущность эффективности управления инвестиционным портфелем	8
1.2. Оценка эффективности управления инвестиционным портфелем	26
2. Анализ эффективности управления инвестиционным портфелем на примере паевых инвестиционных фондов	35
2.1. Анализ российского рынка паевых инвестиционных фондов	35
2.2. Анализ эффективности управления паевыми инвестиционными фондами ..	41
3. Повышение эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда	53
3.1. Разработка методики формирования эффективного инвестиционного портфеля	53
3.2. Мониторинг эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда	76
Заключение	85
Список использованных источников	90
Приложение	99

Введение

Актуальность темы исследования. Зарождение рынка ценных бумаг Российской Федерации пришлось на 1990 год. Причиной использования российским правительством фондового рынка послужило необходимость в привлечении денежных средств, результатом которой стало зарождение рынка государственных долгов.

На сегодняшний день на российском фондовом рынке заметно увеличение объема торгов акциями и корпоративными и государственными облигациями, а также совершенствование финансовых технологий по средствам увеличения количества производных финансовых инструментов.

Огромное воздействие на динамику фондового рынка оказывают институциональные инвесторы, располагающие свободным капиталом. В их числе и паевые инвестиционные фонды, обеспечивающие капитализацию среднесрочных и долгосрочных финансовых инструментов, за счет которых осуществляется инвестирование на рынке ценных бумаг с целью решения проблем финансирования экономики.

Осуществляя капитальные вложения в инструменты финансового рынка, паевые инвестиционные фонды обеспечивают не только их сохранность, но и рост их стоимости, соблюдая структуру сформированного портфеля ценных бумаг. Достигнуть этого возможно при эффективном управлении инвестиционным портфелем, с учетом анализа текущей инвестиционной ситуации, принимая во внимание уровень риска и доходности. Результатом всего вышесказанного является принятие обоснованных инвестиционных решений.

Научных исследований, посвященных обосновываемой теме, до настоящего времени не предпринималось. Это свидетельствует о научной новизне заявленной темы. Учитывая предстоящее развитие портфельного

инвестирования, можно говорить о практической значимости данного исследования.

Избранное направление исследования имеет достаточный простор для изучения и актуально как с точки зрения теории экономической науки, так и с позиции практики, может составлять предмет самостоятельного диссертационного исследования.

Цель диссертации. Сформировать комплексное научное представление об эффективном управлении инвестиционным портфелем на примере паевых инвестиционных фондов.

Задачи диссертации:

- 1) провести анализ методик управления инвестиционным портфелем;
- 2) сформировать модельный эффективный инвестиционный портфель паевого инвестиционного фонда.
- 3) провести анализ эффективности управления инвестиционным портфелем на примере паевых инвестиционных фондов
- 4) разработать алгоритм формирования инвестиционного портфеля институционального инвестора
- 5) разработать алгоритм мониторинга эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда.

Объектом диссертационного исследования является процесс эффективного управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда.

Предметом диссертационного исследования является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе эффективного управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда.

Степень научной разработанности темы диссертационного исследования. Теме управления инвестиционным портфелем, ввиду ее постоянно

возрастающей актуальности, посвящено значительное число научных разработок. Однако следует констатировать, что вопрос эффективного управления инвестиционным портфелем недостаточно исследованы в экономической науке.

Проблемы проведения инвестиционного анализа, а также вопросы формирования и управления инвестиционным портфелем рассмотрены российскими авторами Аскинадзи В. М., Балдиным К.В., Борисовой О.В., Васюхиной О.В., Карповичем А.И., Кузнецовой С.А., Леонтьевой В.Е., Нешитым А.С., Скрипниченко М.В., Стёпочкиной Е.А., Стефановой Н.А. Тепловой Т.В., Терешинной Н.П., Шапкиным А.С. и многими другими.

Однако разработки данных авторов в области эффективного управления инвестиционными портфелями паевых инвестиционных фондов слабо учитывают специфику рынка коллективных инвестиций. Таким образом, отсутствие исследований вопросов эффективного управления инвестиционными портфелями паевых инвестиционных фондов, и нарастающая его значимость обозначили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Научная новизна результатов диссертационного исследования состоит в разработке направлений эффективного управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда, а также научного обоснования рекомендаций по совершенствованию инвестиционной деятельности на фондовом рынке. Новизна разработана на основе развития методов эффективного управления инвестиционными портфелями и критериев оценки эффективности, а также обоснования направлений повышения эффективности их функционирования за счет создания системы ограничения рисков и методики отбора ценных бумаг в инвестиционный портфель фонда.

Основные результаты, характеризующие научную новизну исследования, состоят в следующем:

1) На основе проведенного анализа методик управления инвестиционным портфелем, предложен методический подход к принятию инвестиционного решения, который в отличие от существующих, заключается в определённой последовательности действий, обеспечивающих эффективную инвестиционную деятельность на фондовом рынке.

2) Предложен модельный эффективный инвестиционный портфель паевого инвестиционного фонда, обеспечивающий наиболее высокие показатели доходности. Формирование эффективного инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда производилось на основе портфельной теории с учетом методики эффективного управления инвестиционным портфелем, предложенной автором диссертации.

3) На основе проведенного анализа эффективности управления инвестиционным портфелем действующих паевых фондов были обоснованы мероприятия по совершенствованию процесса управления инвестиционными портфелями фондов, в частности в разработке детальной методики формирования эффективного инвестиционного портфеля фонда, а в последующем ее пересмотр в связи с изменением ситуации на фондовом рынке.

4) Предложен алгоритм формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, описывающий последовательность формирования инвестиционного портфеля паевого фонда и систему отбора ценных бумаг, которые позволяют четко регламентировать инвестиционный процесс в фонде и повысить его эффективность управления его инвестиционным портфелем;

5) Предложен алгоритм мониторинга эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда, оценивающий эффек-

тивность системы его управления, и, по необходимости, помогающий принимать решения о последующей его реструктуризации.

Результаты, полученные в процессе исследования, могут быть использованы управляющими паевых инвестиционных фондов в целях эффективного управления инвестиционным портфелем на фондовом рынке.

Объем и структура работы. Структура магистерской диссертации определена целью и задачами исследования, состоящей из введения, трех глав, шести параграфов, заключения и списка литературы.

1. Теоретические аспекты эффективности управления инвестиционным портфелем

1.1. Экономическая сущность эффективности управления инвестиционным портфелем

В современных условиях быстро развивающегося РЦБ новая поступившая информация моментально отражается на курсе стоимости финансового актива. Данное обстоятельство оказывает содействие построению модели, выражающей корреляцию между риском, ликвидностью и прогнозируемой доходностью ценной бумаги.

С целью получения лучших показателей эффективности инвестиционного портфеля применяются разнообразные методики и подходы. В середине прошлого столетия известный американский экономист Гарри Марковиц в своей научной работе предложил вариант решения данной проблемы. Им был предложен способ наиболее эффективного распределения долевого соотношения денежных средств в ценные бумаги, и максимально снижающий общий уровень риска инвестиционного портфеля. Основой его теории являлась гипотеза, признающая процесс инвестирования однопериодным, т.е. полученный в ходе инвестирования доход не реинвестировался, а новая информация, попадающая на рынок, моментально отражалась в котировках [50, с. 72].

Также в своих научных работах он предлагал признать доходность ценных бумаг случайной величиной и оценивать ее в качестве ожидаемой доходности. В качестве показателя ожидаемого дохода экономистами принято использовать максимально вероятное значение, соответствующие математическому ожиданию при нормальном распределении статистических данных. Показатель риска в модели Марковица, является мерой неопределенности, равное стандартному отклонению вероятных значений

доходности (σ). Стоит отметить, что с увеличением степени рассеивания величин возможных доходов увеличивается вероятность недостижения ожидаемого уровня доходности. При определении уровня риска портфеля ценных бумаг важно учитывать корреляцию курсов ценных бумаг, в качестве которой автором теории предлагается использовать ковариацию котировок отдельных ценных бумаг [43, с. 14].

Модель Г. Марковица основывается на статистических данных будущего дохода по определенным ценным бумагам, изменяющимся случайным образом в некоторых вероятностных пределах. Таким образом, в процессе математических расчетов, сформированных на основе статистических данных, можно рассчитать вероятность получения определенного уровня инвестиционного дохода по каждой ценной бумаге.

Согласно этой модели определяются показатели объема инвестиций и риска, позволяющие сравнить между собой варианты инвестиционных вложений с точки зрения поставленных целей и с учетом разных комбинаций. Совокупный риск портфеля раскладывается на два компонента: систематический риск, который невозможно устранить, в виду его взаимосвязи со всем фондовым рынком и специфический риск, выражающий индивидуальные особенности конкретной ценной бумаге, которого можно избежать при профессиональном управлении инвестиционным портфелем.

При математических расчетах модель приравнивает весь размер относительных долей ценных бумаг в инвестиционном портфеле к единице, что соответствует общему объему всех капитальных вложений.

В связи с необходимостью определения относительных долей финансовых активов в портфеле автор исключает наиболее рискованные вариации портфелей, обладающие большим показателем риска при аналогичной доходности или меньшей доходности при том же уровне показателя риска.

После того, как все это будет осуществлен выбор ценных бумаг необходимо следить за доходность портфеля, чтобы сочетание долей ценных бумаг соответствовало потребностям инвестора. Контроль за инвестиционным портфеле способствует подбору долей в оптимальном инвестиционном сочетании.

В данном случае эффективность инвестиционного портфеля достигается после проведения анализа доходности и стандартного отклонения каждого портфеля с учетом максимального норматива его риска. На основе проведенного анализа инвестору необходимо выбрать тот вариант, который способен обеспечить максимальную доходность при наименьшем уровне риска. Или при заданном уровне риска предлагает наибольшую доходность по сравнению с менее рискованными вариантами [40, с. 78].

Сложность модели Марковица заключается в большем объеме проводимых вычислений, а также инвестор ограничен минимальным сроком обработки статистических данных. Автор модели предлагает в качестве минимального срока один год. Именно за этот период необходимо использовать статистические данные о котировках цен выбранных инвестиционный портфель ценных бумагах.

Однако, не смотря на свою сложность, теория Марковица позволяет полноценно оценить уровень риска и требуемой доходности, что способствует оптимальную и наиболее эффективному формированию портфеля из случайного количества ценных бумаг [45, с. 89].

Дальнейшее изучение портфельного инвестирования и развитие данной отрасли финансового рынка продолжил американский экономист Уильям Шарп. На основе теории Г. Марковица в начале 60-х годов прошлого столетия он опубликовал в ряде научных экономических журналах разработанную им

индексную модель формирования эффективного инвестиционного портфеля ценных бумаг.

В основе предложенной им модели лежит метод линейного регрессивного анализа, позволяющая соотнести две абсолютно случайные величины: независимую (например, значение фондового индекса) и зависимую (например, цена конкретной ценной бумаги). Таким образом, модель Шарпа показывает зависимость между потенциально ожидаемой доходностью ценной бумаги относительно всего фондового рынка. Стоит также учесть, что значения случайных величин в данном случае могут подавлять друг друга, так как могут принимать не только положительные, но и отрицательные значения, а величина случайно переменной для всего портфеля в целом может стремиться к нулю.

Для решения данной проблемой автором модели был предложен к применению β - фактор, выражающий меру риска отдельной ценной бумаги и демонстрирующий степень превышения скорости ее роста относительно рынка в целом. При $\beta = 1$ доходность ценной бумаги соответствует доходности рынка. При $\beta < 1$ бумага признается ценной бумагой с малым уровнем риска, поскольку скорость стоимости ее роста не превышает скорость роста рынка. При $\beta > 1$ – рискованной, из-за чрезмерно быстро опережения роста рынка. Значение $\beta < 0$, означает ее противоположное движение относительно всего рынка в течение анализируемого периода [59, с. 498].

Для определения сдвига и составляющей доходности ценной бумаги, не связанной с направлением финансового рынка ученый предлагает использовать показатель α («альфа»). Показатель подтверждает гипотезу самой модели о том, что доходность конкретной ценной бумаги в большинстве случаев зависит от доходности рынка в целом.

Для определения степени согласованности движения ценной бумаги и рынка, а также для дачи инвестиционной характеристики ценной бумаги автор

применяет коэффициент детерминации, эквивалентный квадрату коэффициента корреляции ценной бумаги и фондового рынка в промежутке от 0 до 1.

Предложенный коэффициент выражается соотношением и изменения доходности самой бумаги относительно изменения доходности биржевого индекса. В основе применения коэффициента автором заложена гипотеза о корреляции колебаний доходности ценной бумаги рынка.

Достоинством данной модели является возможность при помощи сравнительного простого расчета определить доходность ценной бумаги в составе инвестиционного портфеля и эффективность портфеля, с учетом оказанного влияния фондового рынка на его доходность и возникающие в процессе инвестирования риски. Другим важным ее достоинством является то, что при относительно нетрудоемком вычислении результаты проведенных расчетов максимально приближены к полученным результатам по модели Марковица.

Продолжив усовершенствование индексной модели У. Шарп в соавторстве с Джоном Линтнером и Яном Моссиным в 1970 – х годах предлагают новую портфельную теорию, названную CAPM (Capital Asset Pricing Model), и предназначенную для определения стоимости компании или ее акций в будущем.

С ее помощью в начале производится подбор ценных бумаг в состав оптимального инвестиционного портфеля, формирование которого дальнейшим происходит по модели Марковица, формируется оптимальный инвестиционный портфель. В отличие от индексной модели модель CAPM рекомендует для включения в состав портфеля безрисковые активы, тем самым изменяя существенную структуру портфеля и повышая его эффективность.

Требуемая доходность в данной модели представлена функцией трех переменных значений доходностей: безрисковой, средней доходности на

рынке, а также индекса колеблемости доходности определенной ценной бумаги относительно доходности всего рынка в целом. Инвестор принимает решение о приобретении ценной бумаги в состав инвестиционного портфеля, формируемого по модели CAPM, опираясь на допустимый им уровень риска и ожидаемую доходность, но с учетом того, что доходность приобретаемой ценной бумаги, должна превышать уровень доходности безрискового актива (например, банковского депозита или государственных облигаций).

Сами же авторы теории в качестве безрисковой доходности признавали сумму государственных обязательств по казначейским векселям и произведение стандартного отклонения доходности портфеля и коэффициента Шарпа.

Вдобавок для построения эффективного портфеля по данной теории инвестору нет необходимости, учитывать общий риск ценной бумаги. Нужно лишь принимать во внимание только его незначительную часть – систематический, т.е. недиверсифицируемый риск, потому как именно он полностью коррелируется с общим риском рынка ценных бумаг и полноценно закладывается в расчете коэффициента β , рассмотренном в индексной модели. Остальную часть риска ценной бумаги инвестор может устранить путем подбора оптимального инвестиционного портфеля ценных бумаг.

Нередко данная модель применяется в качестве оценки долгосрочных финансовых инструментов, беря во внимание тот факт, что коэффициент β на конкурентном рынке прямо пропорционален премии за риск и рассчитывается как отношение ковариации доходности рыночного портфеля и конкретной ценной бумаги в ее составе к его дисперсии. Это позволяет обнаружить уязвимость в изменениях доходности ценной бумаги к средней доходности всего рынка в целом. В процессе управления инвестиционным портфелем на основе данной модели важно учитывать направление движения рыночных котировок. Например, если прогноз инвестиционного аналитика предполагает в

ближайшем будущем снижение котировок, то инвестору следует избавляться от ценных бумаг с высоким коэффициентом β .

На сегодняшний день CAPM является наиболее популярным и эффективным способом управления риском портфеля. Тем не менее, в российских реалиях провести оценку исторических показателей коэффициента β достаточно сложно, что зачастую лишает их достоверности.

Модель CAPM базируется на четырех основополагающих принципах формирования оптимального инвестиционного портфеля:

1) Для получения высокой доходности инвестиций при малом стандартном отклонении инвестору необходимо сформировать портфель из ценных бумаг, позволяющих ее достичь при данном показателе стандартного отклонения;

2) Предельное влияние ценной бумаги на уровень риска все портфеля определяется не ее индивидуальным уровнем риска, а ее вкладом в него, который напрямую зависит от чувствительности акций к изменению его стоимости;

3) Коэффициент β определяет чувствительной ценной бумаги и определяет ее предельный вклад в риск инвестиционного портфеля;

4) Если инвестор располагает возможностью получения дохода по безрисковой ставке, то в составе его инвестиционного портфеля нужно добавлять сочетание безрисковых и обыкновенных ценных бумаг.

Расчет модели CAPM описывает взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью и представлена следующей формулой:

$$r_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f), \quad (1)$$

где: r_a - ожидаемая ставка доходности ценной бумаги,

r_f - безрисковая ставка,

β_a - бета-величина ценной бумаги (отношение ее риска к риску на рынке в целом),

r_m - ожидаемая доходность,

$(r_m - r_f)$ – премия за риск.

Основополагающим аспектом модели является совершенный и абсолютно конкурентоспособный рынок, а также полное отсутствие каких-либо ограничений информации для всех субъектов РЦБ. В противном случае рынок функционирует на субъективных началах и к нему нельзя применить принципы рыночной теории [50, с. 47]. Модель позволяет подобрать оптимальную комбинацию ценных бумаг в портфеле и определить отношение риска и доходности произведенных инвестиций, минуя индивидуальные предпочтения инвестора.

Проанализировав вышесказанное, можно утверждать, что модель Г. Марковица применяется на этапе формирования инвестиционного портфеля ценных бумаг, а модель CAPM – на этапе распределения капитала между конкретными ценными бумагами из определенного сектора финансового рынка.

Другой вариант теории портфельного инвестирования был предложен в 70-х годах XX в. Стивеном Россом, под названием: «Арбитражная ценовая теория» (APT – Arbitrage Pricing Theory). Ее отличительной особенностью от CAPM является использование произвольного количества факторов риска. Функцией данной модели признается извлечение прибыли за счет использования разницы в цене одной той же ценной бумаги или однородных ценных бумаг на разных рынках. Арбитраж дает возможность избежать дисбаланса на финансовых рынках. Арбитражная теория, как и говорилось выше, учитывает множество экономических факторов, воздействующих на курс ценной бумаги, а за место доходности рынка в расчет применяется отдельно доля каждого фактора, средняя чувствительность которого в процессе расчета стремиться к единице.

Чувствительность конкретной ценной бумаги к разнообразным факторам экономики меняет доходность всего инвестиционного портфеля. Итоговая

доходность сформированного инвестиционного портфеля определяется совокупностью показателей чувствительности каждой ценной бумагой, входящей в его состав. Арбитражная стратегия в условиях экономического равновесия позволяет обеспечить ожидаемую доходность, определенную размером безрисковой доходности и количеством воздействующих факторов с соответствующими премиями за риск.

Так, если ценная бумага более чувствительна к изменениям определенного фактора, то в лучшем случае это гарантирует инвестору большую доходность.

Не смотря, на сложность в определении воздействующих факторов, модель обладает достоинством, выраженном в простоте производимых расчетов.

Все выше представленные теории обладают общим недостатком, выраженным в определении диапазона колебаний стоимости ценных бумаг, но для инвестора большое значение играет риск падения доходности.

Риск потери инвестиционных вложений будет стремиться к нулю только в случае, если доходность инвестиционного портфеля будет возрастать на протяжении всего периода владения ценными бумагами.

Теория активного управления инвестиционным портфелем. Так называемое активное инвестирование относится к стратегии управления портфелем, в которой менеджер делает конкретные инвестиции с целью копирования движений биржевого индекса. Институциональные инвесторы, которые не стремятся создать доход, превышающий биржевой индекс, будут инвестировать в финансовые инструменты, которые максимально точно отражают вес ценных бумаг, входящих в состав индекса - это называется пассивным управлением. Активное управление противоположно пассивному управлению, потому что при пассивном управлении инвестор не стремится

превысить доходность конкретного индекса. В идеале активный инвестор использует неэффективность рынка, покупая ценные бумаги, которые недооценены или продавая ценные бумаги, которые переоценены. Любой из этих методов может использоваться отдельно или в комбинации. Активные инвесторы могут использовать множество факторов и стратегий для построения своего инвестиционного портфеля. К ним относятся применение финансовых показателей, таких как соотношение цены и прибыли (P/E), отраслевые инвестиции, которые пытаются предвидеть долгосрочные макроэкономические тенденции (например, сосредоточиться на энергетических или промышленных отраслях). Некоторые институциональные инвесторы также используют такие стратегии, как: арбитраж, короткие позиции, приобретение опционов.

Альтернативным вариантом ко всем вышеуказанным теориям является теория пассивного управления инвестиционным портфелем.

Пассивное управление активами основывается на том, что рынки эффективны, и из-за низкой стоимости инвестиций, которые сохраняются на долгосрочную перспективу. Пассивный подход управления портфелем включает следующие стили выбора акций:

1) Эффективная теория рынка. Эта стратегия основана на том факте, что информация, которая затрагивает рынки, немедленно доступна и обрабатывается всеми инвесторами. Таким образом, такая информация всегда отражается в рыночных котировках.

2) Индексирование. Согласно этой методике, индексные фонды используются для использования преимуществ эффективной теории рынка и для создания портфеля, олицетворяющего определенный индекс. Индексные фонды могут предусматривать преимущества перед активным управлением портфелем, поскольку они имеют меньшие расходы на транзакционные издержки.

3) Агрессивный портфель ценных бумаг. Этот метод формирования инвестиционного портфеля заключается в приобретении относительно дешевых ценных бумаг, которые обеспечивают хорошую доходность наряду с большими рисками. Этот портфель представляет собой совокупность акций компаний разного размера, которые быстро растут и, как ожидается, быстро вырастут в течение ближайших нескольких лет.

4) Консервативный портфель. Этот метод формирования инвестиционного портфеля заключается в приобретении акций после тщательного наблюдения за доходностью рынка, ростом прибыли компаний и хорошей дивидендной историей.

Стратегии управления портфелем, применяются с целью получения максимально возможной прибыли при минимально возможных рисках. Стратегия рычага - это способ увеличить покупательную способность инвестора и потенциальную прибыль, но и увеличивает потенциальный риск. По сути, инвестор использует заемные средства для приобретения ценных бумаг, либо покупает опционные контракты. При покупке новых акций стратегия рычага предусматривают, что инвестор может занять сумму в разы кратную объему его свободных денежных средств, используемую в качестве залогового обеспечения. Кредитное плечо может значительно увеличить доход, но в то же время накладывает больший риск при движении ценных бумаг в противоположном направлении. Помимо очевидных рисков использования кредитного плеча, есть и другие потенциальные проблемы, связанные с использованием покупки ценных бумаг на заемные средства.

Стратегия торговли спредами. Спрэд - это разница между котировками двух разных финансовых инструментов, как правило, с различным кредитным качеством. Спрэд доходности - это способ сравнения любых двух финансовых продуктов. Проще говоря, это показатель премии за риск за инвестирование в

один в один финансовый инструмент относительно другого. Когда спрэды расширяются между облигациями с разным рейтингом качества, это означает, что рынок подвергает большему риску дефолта по облигациям более низкого сорта. Торговля спрэдами - это инвестиционная стратегия, которая включает в себя сравнение двух разных облигаций, которые имеют общее время до погашения. Цель торговли спрэда - помочь инвестору определить, какой выпуск облигаций будет выгоднее для инвестирования.

Стратегия всестороннего анализа наиболее надежной ценной бумаги - это многоэтапный процесс, который предполагает использование фундаментального, технического и количественного анализа. Таким образом, инвестор анализирует ценные бумаги, привлекательные по всем трем методологиям.

Благодаря данной стратегии в состав портфеля включаются те ценные бумаги, которые обладают характеристиками с потенциально большей доходностью.

Стратегия изменяющейся доходности служит для сравнения доходности облигаций и сроков погашения, которые могут использоваться в нескольких целях. Можно купить облигацию с изменяемой процентной ставкой по купону, ожидая ее повышения. Когда ставка по купону повысится, цена удерживаемой облигации увеличится, что позволит продать облигацию с прибылью.

Данная стратегия имеет впечатляющие результаты и применяется как основной показатель экономических условий, предупреждая инвесторов о неизбежной рецессии или сигнализируя об экономическом подъеме. Она также используется в качестве ориентира для оценки многих других ценных бумаг с фиксированным доходом.

Прогнозируя движение кривой доходности, инвесторы могут попытаться получить доход выше среднего по своим облигационным портфелям.

Анализ управления инвестиционного портфеля будем проводить на примере паевых инвестиционных фондов (далее фонды). Фонды обеспечивают возможность размещения денежных средств инвестора в финансовые активы путем объединения финансовых ресурсов многочисленных инвесторов с целью коллективного инвестирования. Каждый пайщик, получает право на определенную долю при распределении общего дохода фонда и вправе продать принадлежащие ему паи по рыночной цене.

Несмотря на то, что наиболее привычным для россиян способом инвестирования остаются вложения в недвижимость и банковские депозиты, вложения в паевые инвестиционные фонды являются более доходными, но при этом простым для понимания обывателя, инструментами инвестирования.

К главным преимуществам паевых инвестиционных фондов можно отнести:

1) Низкий риск инвестирования. Вложения в инвестиционный фонд не исключает риск потери инвестиции на РЦБ, снижает уровень риска за счет диверсификации активов. Инвестиционный портфель паевого фонда составляется из ценных бумаг с учетом соотношения предполагаемой доходности и степени риска;

2) Профессионализм управляющих фондом. Определяющим критерием успешности деятельности на РЦБ является наличие высокого уровня специальных знаний и опыта. Средства инвесторов фонда находятся в управлении профессионального управляющего, соответствующего определенным квалификационным требованиям и обладающего специальными знаниями, что снижает риск каждого инвестора;

3) Надежность вложений. Деятельность фонда регулируется законодательством, подлежит лицензированию и находится под контролем Центрального Банк РФ. Более того инвестору, по его требованию, предоставляется вся не-

обходимая информация об условиях и схемах инвестирования, с целью подбора наиболее подходящей модели инвестирования;

4) Ликвидность ценных бумаг инвестиционного фонда (паев). Держатель пая вправе совершать сделки с ценными бумагами фонда (паями), распоряжаться ими, а также предъявлять их к погашению инвестиционному;

5) Налоговые льготы. Долгосрочное вложение в паевые фонды предоставляют инвестору налоговые льготы, а в отдельных случаях даже избавляют от уплаты налогов;

6) Уменьшение расходов в управление инвестициями. Инвестиционный фонд совершает сделки с ценными бумагами на большие суммы в отличие от индивидуального инвестора, что предоставляет ему возможность снизить издержки на совершение операций. Также паевые инвестиционные фонды в процессе осуществления своей инвестиционной деятельности обязан привлекать профессиональных управляющих и аудиторов, что позволяет инвестору бесплатно получать аналитику о финансовом состоянии фонда и его инвестиционных вложениях.

При эффективной работе фонда уровень затрат инвестора низок, а инвестиционные доходы возрастают.

Структура всех паевых инвестиционных фондов состоит из следующих участников:

- 1) управляющая компания;
- 2) депозитарий;
- 3) регистратор;
- 4) аудитор;
- 5) агенты по размещению и выкупу паев;
- 6) независимый оценщик имущества (в отдельных случаях)

Схематически структура фонда и взаимодействие его участников представлена на рисунке 1

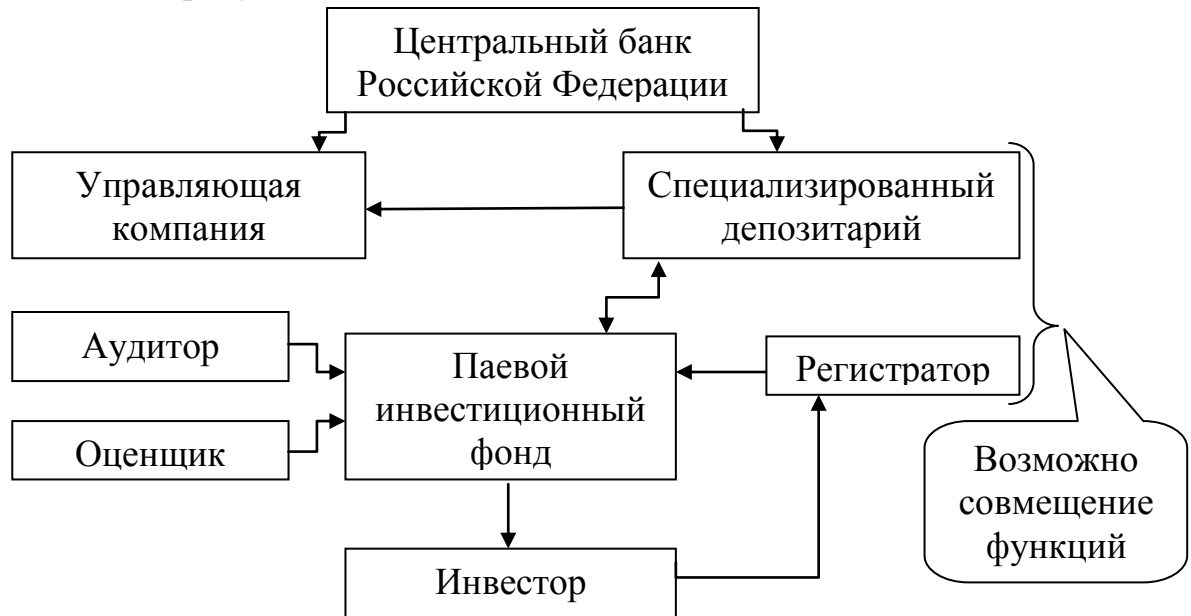


Рисунок 1 - Структура паевого инвестиционного фонда

Деятельность инвестиционных фондов в РФ регулируется Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Согласно этому закону, рассматриваемый фонд представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией [10, ст. 10].

При этом стоит заметить, что в силу закона инвестиционные фонды не являются юридическим лицом, а представляет собой совокупность денежных активов его вкладчиков (пайщиков), что и определяет его в качестве коллективного способа инвестирования.

Паевые инвестиционные фонды можно назвать наиболее оптимальным инструментом инвестирования для мелких и средних инвесторов, поскольку минимальная сумма инвестиций в паевые фонды составляет всего одну тысячу рублей [67].

Инвестиционный пай – это именная ценная бумага, подтверждающая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления со всеми владельцами его паев.

Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости, но подтверждает равную долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и равные права.

Эмиссия инвестиционных паев проводится посредством безотзывных заявок на их приобретение в день включения в состав фонда имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, или в следующий за ним рабочий день.

Инвестиционные паи обращаются исключительно в бездокументарной форме, а учет прав по ним осуществляется:

- 1) на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев;
- 2) на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре открываются лицевые счета номинальных держателей, если это предусмотрено правилами доверительного управления фондом.

В процессе владения инвестиционными паями инвестору не начисляются и не выплачиваются проценты и дивиденды по инвестиционным паям, пайщик получает инвестиционный доход только в момент продажи пая по цене, превышающей цену покупки. В момент продажи, а изредка и в момент покупки,

пая инвестор уплачивает управляющей компании надбавку за покупку/продажу пая инвестиционного фонда, выраженную в процентном отношении от стоимости пая. Также пайщики выплачивают вознаграждение управляющей компании, аудитору, депозитарию, составляющему в среднем от 0,5 – 3,00 % от стоимости чистых активов фонда. Не смотря на то, что надбавки и вознаграждения оказывают влияние на стоимость пая, доходность паевых фондов в большинстве случаев значительно превышает расходы инвесторов.

В зависимости от периодов покупки и продажи паев выделяют следующие разновидности паевых инвестиционных фондов:

1) Открытый - сделки по покупке/продаже паев совершаются в любой рабочий день, давая инвестору возможность своевременно реагировать на изменения ситуации на РЦБ.

2) Интервальный - сделки по покупке/продаже паев совершаются в определенные периоды (интервалы времени). Фонды подобного типа предлагают инвесторам большую доходность за счет запрета пайщикам выводить средств из фонда по их желанию, предоставляя УК вкладывать денежные средства инвесторов на более длительные сроки. В большинстве случаев интервальные фонды инвестируют в акции развивающихся компаний, обладающих высокой степенью риска, но предлагающих значительно большую доходность.

3) Закрытый – паевой фонд создается на конкретный срок, паи которого приобретаются только в момент собирания пула инвесторов, а погашаются в конце срока его существования.

Наряду с привычными фондами облигаций, акций, смешанных инвестиции некоторые управляющие компании предлагают российскому инвестору «экзотические» паевые инвестиционные фонды: индексные, недвижимости, венчурных инвестиций и др. Индексные фонды в настоящее

время представлены в основном фондами акций, соответствующих составу ценных бумаг, входящих в определенный биржевой индекс.

Стоимость паев индексных фондов в значительной степени коррелируется с изменениями индекса. Фонды недвижимости выступают оптимальным способом вложений в недвижимость, отличаясь высокой ликвидностью активов. Фонды венчурных инвестиций привлекают денежные средства инвесторов для финансирования новых рискованных проектов и компании с короткой историей операционной деятельности.

Виды паевых инвестиционных фондов, существующие на российском финансовом рынке представлены на рисунке 2.

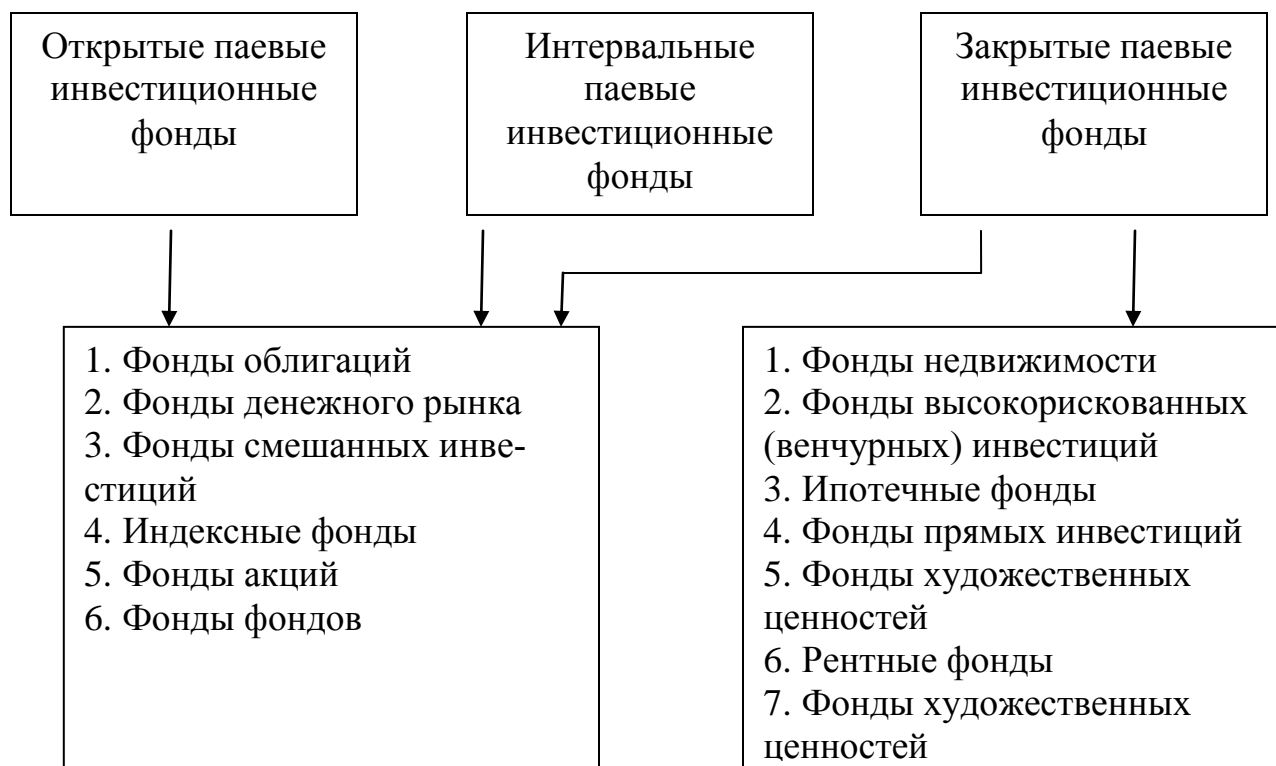


Рисунок 2 - Виды паевых инвестиционных фондов

Не смотря на то, что «экзотические» паевые инвестиционные фонды могут принести инвестору большую доходность по сравнению с классическим фондом, инвестирование в них сопряжено с большим риском. На рисунке 3

показана взаимосвязь риска и доходности в различных категориях паевых фондов.

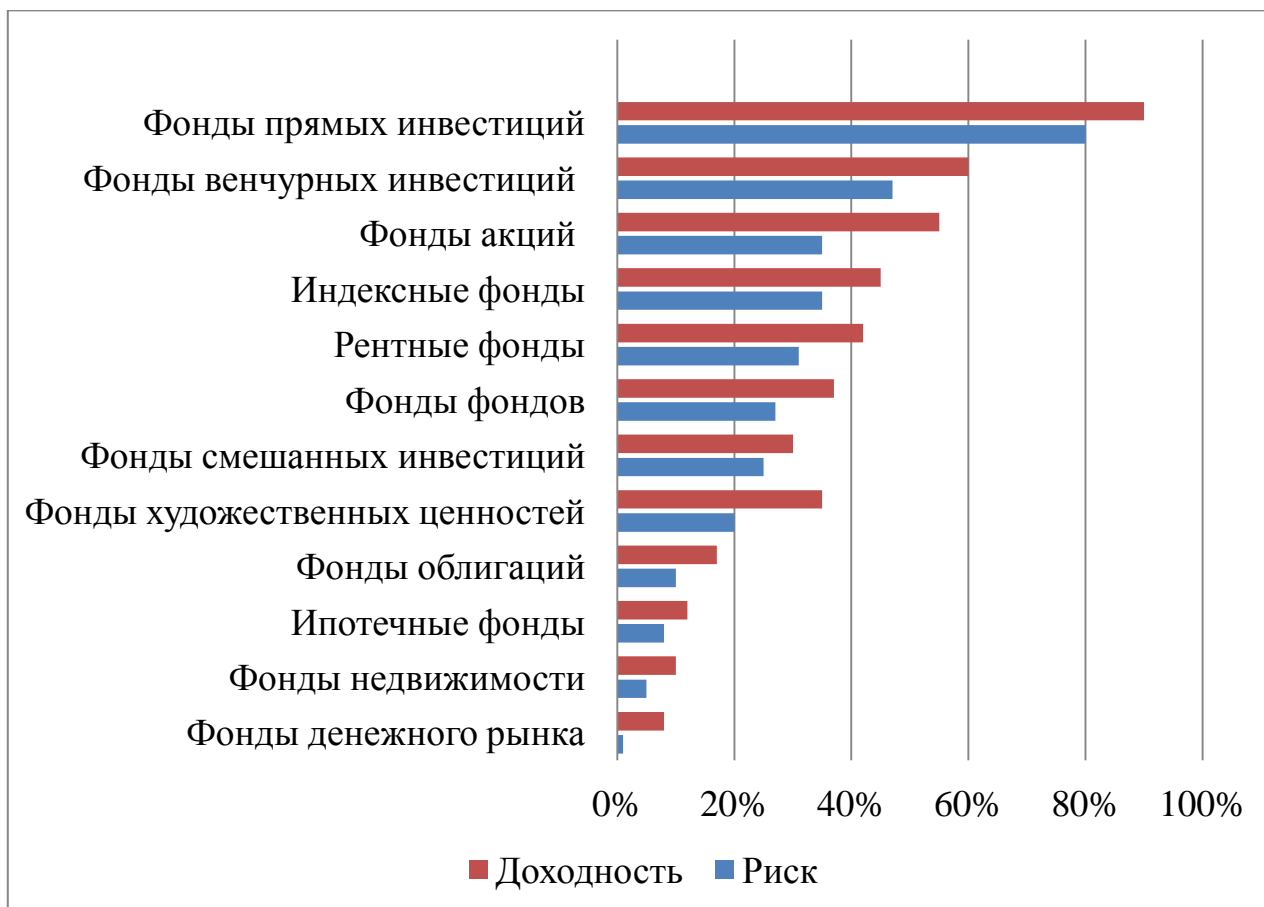


Рисунок 3 – Взаимосвязь риска и доходности в паевых инвестиционных фондах разной категории

Далее, рассмотрим оценку управления инвестиционным портфелем.

1.2. Оценка эффективности управления инвестиционным портфелем

Цель оценки эффективности инвестиционных портфелей является выявление успешных результатов управления на рынке ценных бумаг, при которых достигается доходность выше среднерыночной при минимальном уровне риска. Инструментарий инвестора располагает множеством математических показателей для оценки капитальных вложений, а также для осуществления их оперативного управления. Представленные в данном

параграфе показатели позволяют проводить ранжирования и сопоставление итоговых результатов управления портфелями. На основе полученных показателей расчетов принимаются решение о дальнейшем использовании инвестором его стратегии управления и ее модификации.

В классическом методе оцениваются потребности инвестора с точки зрения дохода и прироста капитала, а затем соответствующие ценные бумаги приобретаются для удовлетворения потребностей инвесторов.

В современном подходе инвестиционные портфели создаются для максимизации ожидаемой доходности при заданном уровне риска. Чтобы снизить риск, инвесторы должны диверсифицировать инвестиционный портфель по средствам значительного объема ценных бумаг. Портфель считается эффективным, если он даст инвестору наивысшую доходность с заданным уровнем риска или наименьший риск при определенном уровне ожидаемого дохода. Инвестор выбирает определенную эффективность, которая обеспечивает ему наиболее подходящую комбинацию риска и доходности.

Приемлемый уровень риска должен учитывать вероятность появления плохих результатов, так и связанных с ними последствий. Для этой цели используются два показателя: среднее абсолютное отклонение и стандартное отклонение.

Прогнозируемая доходность портфеля – это средневзвешенная прогнозируемая доходность ценных бумаг с использованием пропорциональных значений в качестве весов. Риск портфеля зависит не только от риска его ценных бумаг, рассматриваемых отдельно, но также от систематического риска, затрагивающего весь рынок в целом.

На сегодняшний день имеются широкие возможности для грамотной оценки эффективности инвестиционных вложений в определенные ценные бумаги и формирования на их основе эффективного инвестиционного портфеля,

удовлетворяющие пожелания инвестора. Как и говорилось ранее, любое инвестиционное решение принимается инвестором на основе двух ключевых показателей: доходности финансового актива и связанного с ним риска. В зависимости от проведенного инвестором анализа этих показателей, выносится суждение об эффективности его инвестиционного портфеля. Несмотря на то, что количество подходов к оценке эффективности активов достаточно велико, основным инструментом для анализа эффективным были разработаны и базируются на основе портфельной теории Г. Марковица, ключевые особенности которой рассмотрены автором в предыдущем параграфе диссертации.

Основу портфельной теории Марковица составляет предположение, что наиболее эффективным вариантом формирования инвестиционного портфеля является решение о снижении уровня риска всего портфеля путем диверсификации ценных бумаг, входящим в его состав, а за меру риска принимается стандартное отклонение. Ожидается, что инвестор отдаст предпочтение среди множества вариантов портфелей с одинаковой доходностью тому, который предлагает меньший уровень совокупного риска

Лучшим показателем для оценки эффективности инвестиционных портфелей по сравнению с портфельной теорией Марковица, является предложенная его учеником У. Шарпом, модель CAPM, позволяющая определять необходимый уровень доходности ценной бумаги с учетом рыночного риска. Говоря иначе, при наличии информации о потенциальном риске, можно спрогнозировать норму доходности, и наоборот [54, с. 29].

Ожидаемая доходность ценной бумаги, согласно модели CAPM, рассчитывается по следующей формуле:

$$r_a = r_f + \beta_a (r_m - r_f), \quad (2)$$

где: r_a - ожидаемая ставка доходности ценной бумаги,

r_f – безрисковая ставка,
 β_a – бета-величина ценной бумаги (отношение ее риска к риску на рынке в целом),

r_m – ожидаемая доходность,

$(r_m - r_f)$ – премия за риск.

За значение безрисковой ставки, гарантирующей уровень доходности инвестора, который может быть получен при альтернативном инвестировании, для российского рынка ценных бумаг можно применить размер купона облигаций федерального займа.

Значение коэффициента β_a , демонстрирует чувствительность доходности ценной бумаги к доходности рынка и отражающего уровень риска вложения в выбранную инвестором ценную бумагу. Агрессивность стратегии инвестора выражается повышенным показателем коэффициента β_a .

Значение коэффициента β_a определяется по следующей формуле:

$$\beta_a = \frac{\text{cov}(r_a, r_m)}{\sigma^2}, \quad (3)$$

где σ – стандартное отклонение доходности рынка.

Другим достаточно эффективным показателем в работе инвестора является коэффициент Альфа Дженсена, предложенный Майклом Дженсеном в 1968г. Автор предлагал использовать показатель Альфа в качестве оценки эффективности управляющих различными инвестиционными фондами, поскольку он позволяет учесть разницу в доходности инвестиционного портфеля над среднерыночной доходностью.

Коэффициент Альфа рассчитывается по формуле:

$$a_j = r_p - [r_f + \beta_p * r_m - r_f], \quad (4)$$

где r_p – ожидаемая доходность портфеля,

r_f – безрисковая ставка,

β_p – коэффициент β портфеля,

r_m – ожидаемая доходность рынка.

Коэффициент Альфа Дженсена учитывает, насколько эффективна работа портфельного управляющего по отношению ко всему рынку. Высокое значение коэффициента показывает эффективность инвестиционной стратегии управляющего над ростом рынка. Соответственно, если значение коэффициента отрицательное, то управляющего стоит прекратить инвестировать согласно его стратегии, а выбрать пассивную стратегию и избегать лишних операций на рынке, вложившись в среднерыночный биржевой индекс.

Другим из наиболее распространенных показателей оценки эффективности выступает индекс Шарпа, предложенный им в 60-х годах XX века для оценки эффективности, демонстрирующий отношение средней премии за риск к среднему отклонению портфеля.

В ней мерой измерения риска выступает стандартное отклонение, как и в портфельной теории Марковица. Индекс Шарпа вычисляется по предложенной ниже формуле:

$$S_p = \frac{(r_p - r_f)}{\sigma_p}, \quad (5)$$

где r_p – средняя доходность инвестиционного портфеля,

r_f – средняя безрисковая ставка,

σ_p – стандартное отклонение доходности выбранного портфеля.

Индекс Шарпа позволяет понять, на сколько увеличиться премия инвестора, при включении ценной бумаги с высокой волатильностью в свой инвестиционный портфель. Таким образом, более высокое значение свидетельствует о большей доходности инвестора за принятый уровень риска. Однако в модели имеются и недостатки, заслуживающие должного внимания:

Индекс Шарпа в качестве меры суммарного риска инвестиционного портфеля использует стандартное отклонение, что подразумевает, что прибыль должна быть рационально распределена. Более того, волатильность ценной бумаги, выраженная стандартным отклонением, учитывает и систематический риск, устраняемый за счет диверсификации. Таким образом, премию за риск необходимо сопоставлять с долей риска, не подлежащей диверсификации. В данном случае, диверсификация не позволяет снизить уровень рыночного риска.

Индекс Шарпа не учитывает направления движения котировок ценной бумаги в зависимости от нисходящей и восходящей тенденции. Он принимает за уровень риска показатель волатильности ценной бумаги. В данном случае стоит отметить, что инвесторы более восприимчивы к отрицательным показателям доходности [59, с. 258].

На данный недостаток обратил свое внимание вначале 90-х годов, доктор Фрэнк Сортино, который проведя научные исследования, вывел улучшенную меру для приведенных к риску результатов. Изначально идея назвать новую меру коэффициентом Сортино принадлежала Брайну Рому из компании «Investment Technologies». Первая ссылка на коэффициент Сортино была замечена в августе 1980г. в журнале «Financial Executive Magazine», а первые вычисления были опубликованы в серии статей журнала «Journal of Risk Management» в сентябре 1981г.

Коэффициент Сортино предлагает оценить уровень риска, доходности инвестиционного портфеля, а другие производные финансовые показатели. Его главной особенностью является возможность учитывать риск падения котировок ценных бумаг. Математический расчет коэффициента Сортино во многом схож с индексом Шарпа, но вместо волатильности портфеля, учитывается полудисперсия, демонстрирующая потенциальные убытки.

Формула расчета коэффициента Сортино:

$$S = \frac{(R - T)}{\sigma_n}, \quad (6)$$

где: R - средняя доходность инвестиционного портфеля,

T - минимально допустимый уровень доходности портфеля,

σ_n – полудисперсия.

Расчет полудисперсии производится по следующей формуле:

$$\sigma_n = \frac{\sqrt{\sum_{t=1}^T \min(R_{p,t} - \text{MAR}, 0)^2}}{T}, \quad (7)$$

где: $R_{p,t}$ - доходность определенной ценной бумаги p в момент t,

MAR (minimum acceptable return) – устанавливаемый инвестором минимальный уровень доходности.

Несмотря на внешнюю схожесть с индексом Шарпа коэффициент Сортино имеет пару отличительных особенностей:

1) учитывается только «нижняя» волатильность доходностей, выраженная полудисперсией и позволяющая оценить эффективность с учетом принимаемого инвестора риска;

2) в формуле расчета коэффициента Сортино показатель MAR, который заменяет показатель безрисковой доходности, устанавливаемый самим инвестором или портфельным управляющим. Таким образом, если инвестор устанавливает для себя уровень MAR на уровне доходности безрисковых активов, то показатели коэффициента Сортино и Шарпа будут равнозначными. При использовании коэффициента Сортино инвестор получает возможность сравнивать его с другими показателями, исходя из собственных предпочтений минимальных показателей доходности [33, с.60].

В своем исследовании Ф. Сортино отметил, что его коэффициент при расчёте требует достаточного количества точек для анализа, иначе итоговые

результаты будут подвержены сокрытию математического ожидания и реальной дисперсии. Следовательно, данный показатель следует использовать на максимально длинных временных периодах, учитывая, что с увеличением временного периода инвестирования волатильность всех ценных бумаг будет значительно снижаться.

Для некоторых же финансовых инструментов становится видна только положительная доходность, т.е. «верхняя» волатильность вверх. На данных инструментах исключается возможность применения коэффициента Сортино, в связи с отсутствием какого-либо показателя полудисперсии по отрицательным отклонениям.

Американский экономист Франко Модильяни в 1997 г., предложил свой альтернативный показатель, основанный на суммарном риске финансового инструмента.

Предложенный им коэффициент рассчитывается по указанной формуле:

$$M = r_p - r_f \frac{\sigma_m}{\sigma_p} + r_f, \quad (8)$$

где r_p – средняя доходность инвестиционного портфеля,

r_f – средняя безрисковая ставка,

σ_m – стандартное отклонение доходности рынка,

σ_p – стандартное отклонение доходности портфеля.

Коэффициент Франко Модильяни оценивает доходность финансового инструмента, с учетом, что его суммарный риск будет равен рыночному. Более того, с его помощью можно сравнивать между собой различные инвестиционные портфели. Высокое значение коэффициента, указывает на более качественное и эффективное управление инвестиционного портфеля по отношению к безрисковому активу.

На основании всего вышеизложенного можно сделать вывод, что существующие на сегодняшний день методы оценки эффективности инвестиционных портфелей можно уверенно подразделить на те, которые основаны на показатели волатильности и на те, что базируются на показатели доходности.

Основой для всех предложенных теорий и коэффициентов зародились на основе портфельной теории Г. Марковица о диверсификации инвестиционных портфелей.

Целью портфельного инвестирования является усовершенствование инвестиционных свойств ценных бумаг посредством подбора их оптимальных долей в составе инвестиционного портфеля. Разнообразие ценных бумаг позволяет инвестору создавать множество разнородных инвестиционных портфелей с различной структурой, показателями риска и сроками инвестирования. Сбалансированный инвестиционный портфель зачастую не обладает чрезмерной реальной доходностью, но значительно уменьшает риски инвестора. На сегодняшний день в инструментарии инвестора имеется огромное разнообразие методов для проведения оценки качества инвестиционных портфелей и созданных для максимальной оптимизации его состава.

В заключении, хочется отметить, что важную роль в экономической науке занимает концепция риск – доходность, предложенная У. Шарпом и основанная на гипотезе эффективного рынка. Тем не менее, благодаря рассмотренным показателям сегодня финансовые институты и частные инвесторы располагают широким спектром возможностей для оценки собственных инвестиций, основанные не только на отдельных финансовых инструментах, но и на показателях волатильности и доходности рынка в целом.

2. Анализ эффективности управления инвестиционным портфелем на примере паевых инвестиционных фондов

2.1. Анализ российского рынка паевых инвестиционных фондов

Снижение ставок по банковским депозитам вынуждает россиян инвестировать в инструменты фондового рынка. С 2015 года интерес физических лиц к инструментам фондового рынка, заметно усилился. Открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды стали самыми быстрорастущими среди других инструментов коллективных инвестиций, не смотря на то, что проценты по банковским депозитам превышают размер инфляции. В таблице 1 представлены данные о количестве паевых инвестиционных фондов на 26.01.2018.

Согласно исследованиям Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (АКРА), приток средств россиян в инструменты коллективных инвестиций увеличился в 2017 году. В частности, инвестиции в открытые и интервальные фонды, которые в основном состоят из средств розничных инвесторов, выросли с 2015 года до второго квартала 2017 года приблизительно на 90% - с 91 млрд. до 172 млрд. рублей. Увеличение объема вложений в инвестиционные фонды в 2015 году составило 29%, в 2016 году - 17%, а вот за первое полугодие 2017 года прирост показал 25,5% [63].

Позитивная динамика вложений позволяет сделать вывод о повышении интереса инвесторов к паевым фондам, что подтверждают аналитики АКРА, объясняя его падением доходности банковских депозитов. С начала 2017 года Центробанк несколько раз снижал ключевую ставку, вследствие чего она упала до 8,25% с 10% годовых годом ранее.

Средняя максимальная ставка за этот же период по вкладам банков, входящим в топ-10 банков по объему привлечения средств физических лиц снизилась с 8,4% до 7,4%.

Таблица 1 - Количество паевых инвестиционных фондов на 26.01.2018, согласно данным СРО «НЛУ»

Категория фондов	Открытые			Интервальные			Закрытые			Всего		
	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают	Зарегистрировано	Формируются	Работают
Фонды акций	83	0	83	7	0	7	19	0	19	109	0	109
Фонды облигаций	60	0	60	0	0	0	3	0	3	63	0	63
Фонды смешанных инвестиций	58	0	58	11	0	11	23	0	23	92	0	92
Фонды денежного рынка	8	0	8	0	0	0	1	0	1	9	0	9
Индексные	12	0	12	0	0	0	0	0	0	12	0	12
Фонды фондов	38	0	38	1	0	1	0	0	0	39	0	39
Фонды товарного рынка	Не существует			3	0	3	1	0	1	4	0	4
Хедж-фонды				10	0	8	9	0	9	19	0	17
Ипотечные	Не предусмотрены законодательством						4	0	3	4	0	3
Фонды художественных ценностей							0	0	0	0	0	0
Фонды венчурных инвестиций							34	0	34	34	0	34
Фонды недвижимости							558	7	523	558	7	523
Фонды прямых инвестиций							163	0	140	163	0	140
Рентные фонды							73	0	70	73	0	70
Кредитные фонды							не предусмотрены законодательством					
Всего:	259	0	259	38	0	31	1043	7	931	1340	7	1221

Проанализируем структуру паевых инвестиционных фондов на 26.01.2018, согласно данным СРО «НЛУ» на рисунке 4.

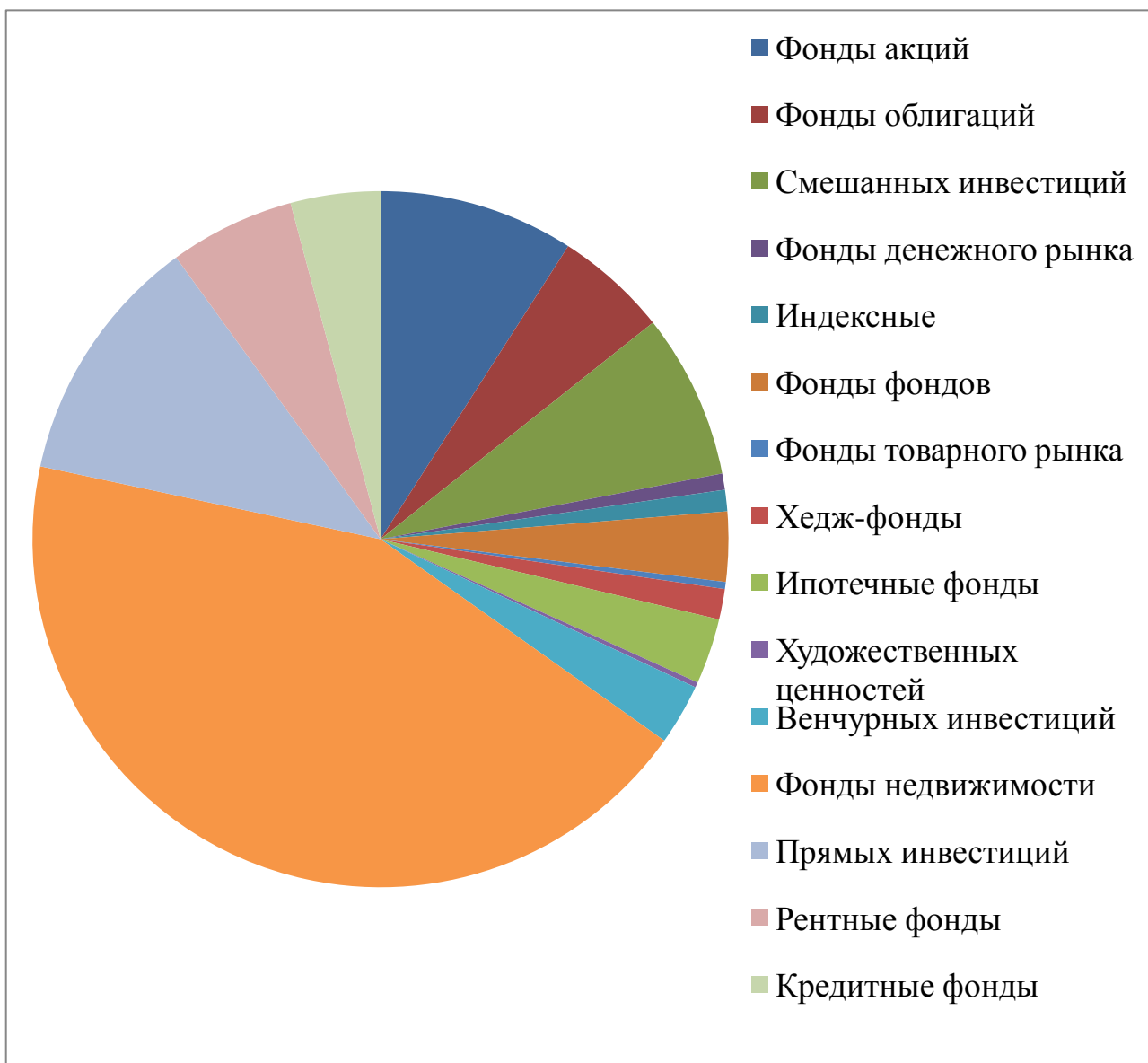


Рисунок 4 - Структура паевых инвестиционных фондов на 26.01.2018, согласно данным СРО «НЛУ»

Уровень инфляции в России значительно снизился: по итогам 2016 года. Росстат оценил ее в 5,4% [68], а за 9 месяцев 2017 года - в 1,9% [66].

Другой же причиной аналитики АКРА называют введение налоговых льгот для физических лиц и индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС),

запущенных с января 2015 года. Согласно законодательству ИИС предоставляет инвестору ряд налоговых льгот при совершении операции на РЦБ, более того владельцы облигаций освобождаются от уплаты НДФЛ на купонный доход по облигациям, выпущенным с января 2017 года [70].

По данным Национальной лиги управляющих за 2017 год инвесторы вложили в открытые паевые фонды более 71 млрд. руб. Это больше, чем рынок коллективных инвестиций смог привлечь с момента появления отрасли. Рейтинг ПИФов по объему привлеченных средств представлен в таблице 2.

Таблица 2 - Рейтинг паевых инвестиционных фондов по объемам привлечения в 2017 году, по данным СРО «НАУФОР»

№	ПИФ	УК	Объем привлеченных средств, млн руб.
1	«Сбербанк - Фонд перспективных облигаций»	«Сбербанк Управление Активами»	16 320,6
2	«Альфа-Капитал Облигации Плюс»	«Альфа-Капитал»	9 626,9
3	«Газпромбанк - Облигации Плюс»	«Газпромбанк - Управление активами»	6 213,8
4	«Райффайзен - Облигации»	«Райффайзен Капитал»	5 948,3
5	«Сбербанк - Фонд облигаций «Илья Муромец»	«Сбербанк Управление Активами»	4 821
6	«Рублевые облигации»	«Пенсионные накопления»	4 405,1
7	«ВТБ - Фонд Казначейский»	«ВТБ Капитал Управление активами»	2 797,2
8	«Альфа-Капитал Резерв»	«Альфа-Капитал»	2 504
9	«ТФГ - Рублевые облигации»	«Трансфингруп»	1 867
10	«Атон - Фонд облигаций»	«Атон-менеджмент»	1 675,5

В последние 20 лет нетто-приток в фонды составил чуть более 40 млрд, руб. Большая часть привлеченных средств поступила в консервативные фонды облигаций, которые привлекли почти 73 млрд руб. Фондам акций досталась лишь незначительная их часть - почти 2 млрд руб. Причиной данного успеха послужило лавинообразное падение ставок по депозитам.

Центральный банк РФ в ближайшее время планирует изменить состав и структуру активов инвестиционных фондов. Регулятор планирует ужесточить требования к доле фондов в их портфелях по ценным бумагам и счетам одного эмитента. Понятно, что такое правило и малое число качественных эмитентов ограничат возможности для инвестирования управляющим компаниям, но преимуществом станет доступность неквалифицированным инвесторам новых финансовых инструментов. Появятся дополнительные возможности по приобретению ценных бумаг иностранного инвестиционного фонда.

Основную тревогу участников финансового рынка вызывает снижение планки стоимости вложений, приходящегося на одного эмитента с 15% до 10%. Это сделано для снижения концентрационных рисков, но можно предположить, что это вызовет сложности с поддержанием структуры фондов, ориентированных на российские бумаги. Это усугубляется тем, что все большее число эмитентов уходит с фондового рынка. Решение о делистинге уже приняли компании: ПАО «Дикси», ПАО «Отисифарм», ПАО «ЧЦЗ», ПАО «Уралкалий».

Дефицит хороших эмитентов может снизить качество отраслевых инвестиционных фондов. Это потянет за собой снижение инвестиционной привлекательности розничных инвесторов. Возможным решением может стать не количественное ограничение структуры портфеля, а анализ качества бумаг. Например, привязка надежности эмитента к размеру лимита на долю в активах фонда.

Любая резкая смена правил всегда болезненна, поэтому биржевые игроки надеются, что окончательная редакция новых требований учтет все озвученные противоречия. Однако стоит заметить, что потенциал рынка акций недооценен и доля вложений в него должна увеличиться среди инвесторов, получивших опыт инвестирования в облигационные фонды и рассчитывающих получить большую доходность, не смотря на высокую волатильность и повышенный риск [61]. С

точки зрения доходности выбор паевых инвестиционных фондов облигаций инвесторами оправдан. По данным Национальной лиги управляющих [70], средневзвешенная доходность открытых фондов облигаций в 2017 году составила 7,05%, а вот фондов акций всего лишь - 6,41%.

Чуть большую доходность продемонстрировали фонды смешанных инвестиций - 6,9%, но и этот показатель не превышает доходность облигационных фондов. Средневзвешенная доходность открытых фондов акций в I квартале 2018 г. стремительно выросла до 14,8% годовых. Средневзвешенная доходность закрытых фондов была равна 15 %. Доходность интервальных тоже увеличилась до 12,9% годовых, прибавив 5,5 процентных пунктов по сравнению с I кварталом 2017 года. В то же время лучшие по доходности фонды акций уже принесли своим вкладчикам свыше 20% и это доказывают данные, приведенные в таблице 3.

Таблица 3 - Лучшие паевые инвестиционные фонды акций по доходности в 2017 году, по данным СРО «НАУФОР»

№	ПИФ	УК	Доходность
1	«Сбербанк - Глобальный Интернет»	«Сбербанк Управление Активами»	35,25%
2	«Апрель Капитал - Акции второго эшелона»	«Апрель Капитал»	28,62%
3	«Райффайзен - Информационные технологии»	«Райффайзен Капитал»	24,87%
4	«Апрель Капитал - Акции»	«Апрель Капитал»	21,39%
5	«Альфа-Капитал Технологии»	«Альфа-Капитал»	21,08%
6	«Апрель Капитал - Акции сырьевых компаний»	«Апрель Капитал»	20,21%
7	«Управление Сбережениями - Азия»	«Управление Сбережениями»	20,19%
8	«Райффайзен - Потребительский сектор»	«Райффайзен Капитал»	20,17%
9	«УРАЛСИБ Энергетическая перспектива»	Управляющая компания «УРАЛСИБ»	18,27%

Лучший по доходности инвестиционный фонд «Сбербанк - Глобальный Интернет» под управлением УК «Сбербанк Управление Активами», заработал

свыше 35%. В октябре 2017г. инвесторы вложили в ПИФ «Сбербанк - Глобальный Интернет» 67,7 млн. рублей. Это лучшая динамика среди других фондов под управлением компании.

Второе место занимает паевой инвестиционный фонд «Апрель Капитал - Акции второго эшелона» с доходность в 28,62%. Замыкает тройку лидеров фонд «Райффайзен - Информационные технологии», заработавший для своих инвесторов чуть менее 25%.

В инвестиционные портфели рассмотренных фондов входят акции и расписки всемирно известных IT-компаний Яндекс, QIWI, Amazon, Baidu, Facebook. Mail.ru, Microsoft, Tencent, Twitter. Эти компании на протяжении 2017 года показывали положительную динамику роста, что позволило управляющим компаниям достичь высоких показателей доходности.

2.2. Анализ эффективности управления паевыми инвестиционными фондами

В целях анализа эффективности управления инвестиционным портфелем ценных паевых фондов будет проведен анализ фондов акций трех крупнейших управляющих компаний: АО «Сбербанк Управление Активами», АО «ВТБ Капитал Управление активами» и ООО УК «Райффайзен Капитал». Перечисленные компании осуществляют управлением фондами акций различных экономических отраслей и эмитентов.

В целях проведения анализа будут отобраны только те фонды, в портфелях которых будут находиться высоколиквидные акции надежных эмитентов. Таким образом, из представленной линейки паевых фондов автором диссертации отобраны следующие паевые фонды: ОПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич», ПИФ «ВТБ - Фонд Акции» и ПИФ «Райффайзен - Акции».

Открытый паевой инвестиционный фонд «Сбербанк - Фонд акций «Добрыня Никитич» был сформирован 10 Июня 1997г. Количество пайщиков на 29.06.2018 составляет 9165 человек.

Фонд инвестирует их средства преимущественно в акции российских эмитентов, обладающих высоким потенциалом роста и достаточной ликвидностью.

Тем не менее, часть инвестиционного портфеля фонда может быть инвестирована в акции эмитентов второго эшелона, если на основе проведенного фундаментального анализа появляются сигналы, позволяющие утверждать о потенциале их дальнейшего долгосрочного роста.

Общее количество финансовых инструментов в портфеле – 23.

Состав и структура фонда «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» представлена в таблице 4 .

Таблица 4 - Состав и структура ПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич», на 31 августа 2018 г.

N	Наименование эмитента	Вес, %
1	Лукойл	13,4
2	Сбербанк	12,7
3	Газпром	11,2
4	Норильский никель	8,3
5	Новатэк	6,0
6	Роснефть	4,6
7	Пятерочка ГДР	4,4
8	Магнит	4,4
9	Московская Биржа	4,3
10	Polymetal International plc	3,6
11	Прочее	27,0

Динамика стоимости чистых активов и доходности показана в таблице 5 .
Таблица 5- Динамика стоимости чистых активов и доходности ПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич», на 31 августа 2018 г.

	Стоимость, руб	1 мес.	3 мес.	6 мес.	9 мес.	1 год	3 года	5 лет
--	----------------	--------	--------	--------	--------	-------	--------	-------

Пай	10 114.70	5,38%	7,11%	8,92%	14,53%	12,78%	57,57%	59,97%
СЧА	2 374 545 674.57	3,39%	2,39%	10,39%	9,60%	-1,34%	9,81%	-26,96%

Открытый паевой инвестиционный фонд «ВТБ – Фонд Акций» был сформирован 06 Ноября 2007г. Количество пайщиков на 29.06.2018 составляет 3963 человека. Фонд инвестирует их средства в фундаментально недооцененные акции с фокусом на акции наиболее крупных и устойчивых российских корпораций с достаточным уровнем ликвидности. До 30% портфеля может быть инвестировано в наиболее привлекательные акции второго эшелона. Важным критерием при определении структуры инвестиционного портфеля фонда является должный уровень диверсификации. В процессе управления управляющая компания периодически делает акцент на краткосрочные рыночные колебания отдельных акций, а также применяет арбитражные стратегии на различных фондовых рынках. Состав и структура фонда «ВТБ – Фонд Акций» представлена в таблице 6.

Таблица 6 - Состав и структура фонда ПИФ «ВТБ – Фонд Акций», на 31 августа 2018 г.

N	Наименование эмитента	Вес, %
1	Лукойл	15,01
2	Газпром	13,07
3	Сбербанк	7,28
4	Сбербанк (прив.)	6,88
5	Норильский никель	4,87
6	Роснефть	4,43
7	ВТБ	4,27
8	Татнефть	4,24
9	Газпромнефть	3,59
10	Новатэк	3,18
11	Прочее	33,18

Инвестиционный процесс опирается на анализ перспектив отраслей экономики и эмитентов и понимание происходящих макроэкономических процессов в мировой и российской экономики. Общее количество финансовых

инструментов в инвестиционном портфеле – 28. Динамика стоимости чистых активов и доходности показана в таблице 7 .

Таблица 7 - Динамика стоимости чистых активов и доходности ПИФ «ВТБ – Фонд Акций», на 31 августа 2018 г.

	Стоимость, руб.	1 мес.	3 мес.	6 мес.	9 мес.	1 год	3 года	5 лет
Пай	26.59	5,77%	9,51%	13,56%	23,12%	27,98%	109,97%	152,19%
СЧА	1 954 827 713.39	18,88%	57,17%	146,38%	217,93%	258,61%	726,27%	673,19%

Открытый паевой инвестиционный фонд «Райффайзен - Акции» начал свою работу с 20 Сентября 2004г. Количество пайщиков на 29.06.2018 составляет 3020 человек. Портфель фонда включает наиболее ликвидные акции надежных и устойчивых компаний различных отраслей российской экономики, что позволяет снизить зависимость финансового результата от динамики конкретного сектора.

Стратегия управления инвестиционным портфелем фонда предполагает инвестирование в российский рынок акций. При управлении фондом используется активная стратегия, предполагающая регулярный анализ рынка и изменение структуры портфеля.

За счет активного управления и широкой отраслевой диверсификации, стратегия фонда позволяет получить потенциально высокий доход при умеренном риске. Общее количество финансовых инструментов в инвестиционном портфеле – 13.

Состав и структура фонда «Райффайзен - Акции» представлена в таблице 8 .

Таблица 8 - Состав и структура фонда ПИФ «Райффайзен - Акции», на 31 августа 2018 г.

N	Наименование эмитента	Вес, %
1	Сургутнефтегаз	13,00

2	Лукойл	12,06
3	Газпромнефть	12,30
4	Сбербанк (прив.)	7,40
5	Сбербанк	7,10
6	Новатэк	9,30
7	Татнефть	4,90
8	Татнефть (прив.)	7,60
9	Северсталь	7,40
10	МТС	4,90
11	Прочее	14,04

Динамика стоимости чистых активов и доходности показана в таблице 9.

Таблица 9 - Динамика стоимости чистых активов и доходности ПИФ «Райффайзен - Акции», на 31 августа 2018 г.

	Стоимость, руб	1 мес.	3 мес.	6 мес.	9 мес.	1 год	3 года	5 лет
Пай	29 655.65	6,15%	11,18%	13,35%	21,87%	24,03%	54,87%	73,23%
СЧА	1 155 788 306.22	4,47%	8,56%	18,81%	24,86%	21,02%	110,74%	23,25%

При оценке эффективности управления инвестиционным портфелем паевых инвестиционных фондов следует обращать внимание на индексы Шарпа и Сортино, а также показатели: α , β , детерминации и волатильности. Проведение комплексного анализа перечисленных коэффициентов, позволяет инвестору принять правильное решение о инвестировании в конкретный паевой фонд.

Дадим краткую характеристику каждому перечисленному показателю, который будет использоваться для анализа.

Коэффициент Шарпа демонстрирует эффективность вложения с учетом волатильности рынка в фонд относительно альтернативного безрискового финансового инструмента. В российских реалиях зачастую таким финансовым инструментом является банковский депозит. Высокий показатель индекса Шарпа показывает высокую эффективность инвестиционных вложений в конкретный фонд. Однако, у него есть и недостаток, выраженный в том, что риск при его расчетах воспринимается в качестве стандартного отклонения.

Стандартное отклонение - это изменения результатов деятельности фонда относительно средней доходности для данного фонда за определенный период времени. Поскольку изменения могут быть не только положительными, но отрицательными, следовательно, индекс Шарпа может быть одинаков для фондов с положительной и отрицательной доходностью.

Для получения более точного результата совместно с индексом Шарпа необходимо применять коэффициент Сортино, который лишен данного недостатка. В коэффициенте Сортино расчет риска основывается не на всех изменениях доходности относительно средних показателей, как в индексе Шарпа, а исключительно на отрицательных колебаниях.

Коэффициент α демонстрирует степень эффективности управления фондом и превышение среднего результата доходности над нормативным, который рассчитывается в соответствии с коэффициентом β . Высокий коэффициент α показывает высокую эффективность управления инвестиционным портфелем фонда, вне зависимости от изменений рынка.

Коэффициент β демонстрирует волатильность портфеля фонда относительно волатильности рынка. Если коэффициент $\beta > 1$, то доходность портфеля фонда будет больше доходности рынка, если $\beta < 1$ – ситуация будет противоположной.

Коэффициент детерминации (R^2) является показателем взаимосвязи доходности фонда от доходности рынка, а именно их корреляции. Значение данного показателя определяется диапазоном от 0 до 100%, и чем больше коэффициент R^2 , тем больше степень корреляции, иначе говоря, показывает, какой процент описывается регрессивным уравнением.

Коэффициент волатильности паевого фонда демонстрирует риск инвестиций в него. Высокий показатель волатильности обозначает высокий риск инвестирования в фонд.

Коэффициент VaR фондов (Value-at-Risk – стоимостной меры риска) рассчитывается в целях предоставления информации о максимальном убытке, который может понести владелец пая с вероятностью 95%, инвестируя в конкретный фонд.

Руководствуясь данными предоставленными информационно-аналитического портала Investfunds [73] можем провести анализ эффективности рассматриваемых фондов с использованием автоматически рассчитанных показателей на основе статистических данных.

Показатели эффективности управления паевыми инвестиционными фондами представлены в таблице 10

Таблица 10 - Анализ эффективности управления паевыми инвестиционными фондами, на 31 августа 2018 г.

Фонд	Коэф-т Шарпа	Коэф-т Сортино	VaR, при вероятности 95%	Волатильность	R2 к индексу МосБиржи	α -коэф-т к индексу МосБиржи	β -коэф-т к индексу МосБиржи
Сбербанк – Фонд акций Добрыня Никитич	0.119	0.145	-4.81%	3.55%	75.77%	-0.211	0.939
ВТБ - Фонд Акций	0.319	0.347	-4.35%	3.74%	80.32%	1.024	1.019
Райффайзен - Акции,	0.132	0.146	-4.03%	3.06%	52.40%	-1.761	0.672

Из данных, представленных в таблице 10, видно, что самый высокий показатель по индексу Шарпа у ПИФ «ВТБ – Фонд Акций», а самый низкий у ПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич», что говорит о наилучшей эффективности управления первым фондом. В качестве безрисковой ставки в данном расчете используется процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 36 календарных месяцев [73]. Таким образом, величина премии доходности ПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» к доходности

безрискового актива на единицу риска составила 0.119 единиц, у ПИФ «Райффайзен – Акции» - 0,132, у ПИФ «ВТБ – Фонд Акции» - 0,319. Следовательно, для инвестора, выбирающего между банковским депозитом и приобретением паев одного из данных фондов, наибольшую доходность принесут паи фонда «ВТБ – Фонд Акции» сравнительно доходности депозита.

Как и говорилось выше, расчет индекса Шарпа небезупречен, поэтому в целях подтверждения или опровержения результатов, полученных при расчете индекса Шарпа, и принятия верного инвестиционного решения производился расчет индекса Сортино. В отличие от родственного коэффициенту Сортино коэффициент Шарпа, этот показатель учитывает только отрицательные колебания доходности. Таким образом, коэффициент Сортино элиминирует положительные изменения в доходности, которые не создают для инвестора фонда риска потерь.

У двух фондов: ПИФ «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» и ПИФ «Райффайзен – Акции» коэффициент Сортино получился практически равным и не очень высоким. Это значит, что фонды не очень эффективно управляются с точки зрения сочетания доходности и риска. У ПИФ «ВТБ – Фонд Акции» данный показатель относительно двух конкурентов выше практически в 2.5 раза и находится на уровне - 0.347 единицы, что повторно подтверждает высокую эффективность его управления.

Показатель VaR у всех трех фондов имеет отрицательные значения, что говорит о том, что с вероятностью в 95% инвестор не получит убытки при инвестировании в конкретные фонды акций. Данный показатель демонстрирует безопасность финансовых вложений инвесторов и сохранения положительной доходности в период управления фондом, а также его эффективность управления, устраняющей риск потери инвестиций.

Показатель волатильности фонда показывает риск инвестиций в паевой фонд. С учетом результатов, представленных в таблице 10, по показателю волатильности всех трех фондов, можно утверждать, что инвестор несет относительно равные риски инвестирования в каждый из данных фондов. Стоит заметить, что показатель волатильности в промежутке от 3 до 4 % для фондов акций находится на приемлемом уровне и зависит, в большей степени, от специфики финансового инструмента, нежели от профессионализма управляющей компании.

Полученное значение показателя детерминации каждого фонда свидетельствует о том, что на 80.32% доходность фонда «ВТБ – Фонд Акции» зависит от доходности рынка. У паевого инвестиционного фонда «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» - 75.77% , а у фонда «Райффайзен – Акции» - 52.40% . Следовательно, при росте фондового рынка фонд «ВТБ – Фонд Акции» будет повторять его рост с вероятностью в 80.32%, что может принести большую доходность, но при падении рынка принесет больший убыток. Следовательно, при применении данного показателя необходимо учитывать прогноз дальнейшего движения рынка. Так, показатель волатильности ПИФ «Райффайзен – Акции» наименьший среди остальных анализируемых фондов, что говорит о том, что в период рыночного роста управление данным фондом будет менее эффективным, но в периоды падения рынка фонд будет в меньшей степени повторять его нисходящую динамику.

Таким образом, в периоды нисходящей тенденции эффективность управления фондом будет выше остальных фондов.

Вышесказанное относительно показателя детерминации, подтверждается также результатами расчета β -коэффициента. Так у фонда «ВТБ – Фонд Акции» он составляет 1.019, у фонда «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» - 0.939, а у ПИФ «Райффайзен – Акции» - 0.672. конъюнктуры. Значение β -

коэффициента в рассматриваемой ситуации можно читать следующим образом. Так, β -коэффициент фонда «ВТБ – Фонд Акций» равный 1.019, будет говорить о том, что при росте индекса Московской биржи на 10%, стоимость пая фонда, скорее всего, увеличится тоже на 10,19 %. В той же ситуации рост стоимости пая фонда «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич» составит 9,39%, а у фонда «Райффайзен – Акции» - 6,72%.

В противоположной ситуации, когда падение индекса Московской биржи на 10%, стоимость пая каждого фонда, скорее всего, уменьшится на 10,19%, 9,39% и 6,72%.соответственно.

Коэффициент α показывает, на сколько средний результат фонда превышает нормативный результат, рассчитываемый в соответствии с β -коэффициентом. Коэффициент α является показателем степени эффективности управления фондом. Следовательно, чем выше показатель, тем эффективнее управление фондом. Для всех анализируемых фондов, за исключением фонда «ВТБ – Фонд Акций» α -коэффициент имеет отрицательные значения, что говорит о низкой степени эффективности управления данными фондами. Положительное значение α -коэффициента фонда «ВТБ – Фонд Акций» равное 1.024 говорит о том, что доходность фонда превышает доходность рынка в целом на 1.024 %.

Для инвестора важным показателем доходности является рост стоимости инвестиционного пая фонда. Именно разница в цене покупки и продажи составляет доход инвестора. Цена пая представляет собой результат деления стоимости чистых активов фонда на количество реализуемых паев. Лидером по объему чистых активов и количеству пайщиков из анализируемых фондов является фонд «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич». Однако, не смотря на большой объем инвестиционного портфеля, его доходность на протяжении 5 лет была наихудшей среди всех представленных.

Снижение стоимости паев данного фонда можно объяснить крупными вложениями в предприятия металлургического сектора. Именно данный сектор был подвержен негативному влиянию после введения санкций со стороны американского правительства. После заморозки активов компаний данного сектора, настроения инвесторов на фондовом рынке резко поменялись, и они начали избавляться от их акций. В результате повышенный объем продаж негативно повлиял на стоимость активов фонда.

Лучшим по доходности оказался ПИФ «ВТБ – Фонд Акции». Не смотря на небольшую стоимость пая и средний размер чистых активов фонд, за пятилетний период фонд показал доходность практически в три раза превышающую доходность фонда «Сбербанк – Фонд акций «Добрыня Никитич».

В то же время инвестирование в данный фонд является более рискованным, что видно из показателя волатильности. Однако, вопреки рискованности вложений, эффективность управления инвестиционным портфелем фонда значительно превышает показатели α и β коэффициентов остальных анализируемых фондов.

Худшим фондом по доходности и эффективности управления является паевой инвестиционный фонд «Райффайзен – Акции» что подтверждается наименьшим значением α –коэффициента. Вложения в данный фонд несут в себе, относительно других фондов, небольшие риски, но доходность инвестиций ниже рынка, что подтверждает коэффициент детерминации, α и β коэффициенты.

Таким образом, на основе проведенного анализа, можно сделать вывод, что рассмотренные показатели оценки эффективности могут применять для анализа эффективности управления инвестиционными портфелями паевых

инвестиционных фондов. Данное утверждение было подтверждено статическими показателями доходности фондов на протяжении нескольких лет.

3. Повышение эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда

3.1. Разработка методики формирования эффективного инвестиционного портфеля

В успешности инвестиционной деятельности паевого фонда немаловажную роль играет эффективность управления его инвестиционным портфелем ценных бумаг. Под управлением паевым инвестиционным фондом следует понимать методику выбора финансовых инструментов для инвестирования, а также контроль за результатом эффективности работы вложенных средств, влияющего на динамику стоимости пая. Эффективность управления является определяющим показателем, характеризующий инвестиционную привлекательность фонда.

Основные характеристики, определяющие эффективность управления фондом: учет доходности, риск инвестирования и ликвидность активов инвесторов. Мониторинг эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда связан с непрерывным контролем за его ликвидностью и волатильностью. Эффективность демонстрирует результат достижения управляющим запланированных результатов.

Дифференциация инвестиционных ожиданий инвесторов оптимизируют показатели оценки эффективности: доходность, риск и ликвидность активов, обеспечивающих рост курсовой стоимости пая за оцениваемый период времени.

Согласно вышесказанному, можно предложить авторскую методику формирования портфеля ценных бумаг паевого инвестиционного фонда, осуществляется в несколько этапов согласно следующему алгоритму:

1) Составление проектной модели инвестиционного портфеля, с учетом законодательных ограничений и локальных правил и положений, разработан-

ных управляющей компанией;

2) Определения стиля управления ценными бумагами, входящими в фонд с учетом уровня риска (консервативный, умеренный, агрессивный);

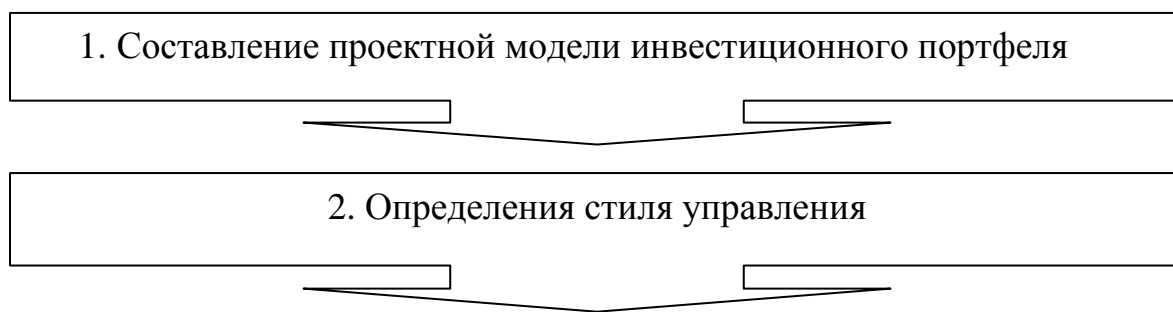
3) Оценка уровня риска и предполагаемого уровня доходности (низкий уровень риска предполагает меньшую доходность по сравнению с повышенным уровнем риска);

4) Разработка методологии отбора ценных бумаг и управления рисками портфеля;

5) Разработка системы оценки эффективности управления портфелем, согласно критериям, которой будут принимать решения о реформировании структуры портфеля с учетом изменения рыночной ситуации.

Так, например, зачастую доходность акций, превышает доходность по облигациям. В период роста рынка акций уместно увеличить долю акций в портфеле фонда до 90 - 95%, а в момент снижения сокращать, пропорционально увеличивая долю облигаций и инструментов, обеспечивающих постоянную доходность. Зачастую размер доли акций варьируется от 30 до 45% портфеля, а в период стремительного падения фондового рынка их доля может сокращаться до 10%. В последующем, когда подтверждает восходящая тенденции на фондовом рынке, доля акций восстанавливается.

Схематически алгоритм формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда представлен на рисунке 5.



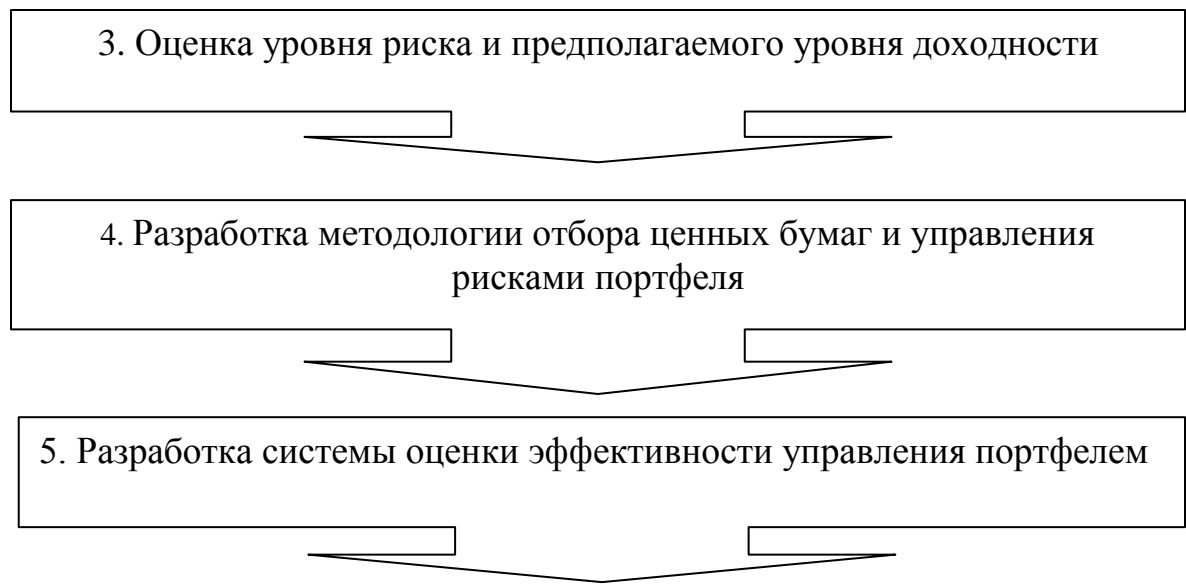


Рисунок 5 - Алгоритм формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда

Существует три основных стратегии управление портфелем ценных бумаг паевого фонда:

- 1) управление портфелем на восходящем движении котировок ценных бумаг;
- 2) управление портфелем на нисходящем движении котировок ценных бумаг;
- 3) управление портфелем на боковом движении котировок ценных бумаг (период неопределенности).

Управление ценными бумагами на восходящем движении сводится в дополнении фонда активами на вновь поступающие средства с соблюдением состава и структуры портфеля активов. Наиболее подходящими в реализации данной стратегии являются спекулятивные фонды: индексные фонда, фонды акций.

В период нисходящего движения инвестор может занять выжидающую позицию в фондах облигаций или смешанного типа, обеспечивающие монотонный прирост стоимости пая, при обеспечении наибольшей доходности; или инвестировать в консервативные фонды, защищенные от негативной тенденции.

Оценка эффективности управления фондом чаще всего рассматривается с позиции риск-доходность, но необходимо учитывать и ликвидность активов фонда с целью избежать возникновения трудностей при реализации портфеля малоликвидных ценных бумаг.

Наравне с ликвидностью, важна и оценка волатильности активов фонда. Снижение уровня волатильности достигается путем грамотной диверсификации ценных бумаг, а также путем включения в состав портфеля ценных бумаг с низким уровнем отклонения цены.

Для достижения положительных результатов инвестирования инвестору необходимо провести правильное распределение паев фонда акций по доходности. Доходность отраслевых фондов в отдельных случаях значительно превышает доходность классических фондов ценных бумаг. Причиной тому может быть опережающая доходность отдельных отраслей экономики. Необходимо отметить, что отраслевые паевые фонды – это фонды повышенного уровня риска. Проведенный анализ доходности отраслевых фондов, находящихся под управлением свыше трех лет, свидетельствует, что прирост стоимости паев межотраслевых фондов и фондов смешанных инвестиций значительно выше.

В довершение всего сказано, можно сделать вывод, что суть эффективного портфельного инвестирования заключается в создании механизма грамотной оценки эффективности и рациональности формирования

инвестиционного портфеля, который потенциально будет учитывать все обнаруженные недостатки и риски инвестирования.

Портфельное инвестирование ценных бумаг является наиболее эффективным и сбалансированным по риску и доходности способом инвестирования, тем не менее итоговый результат напрямую зависит от того насколько экономически рационально структурирован сформированный инвестиционный портфель.

Управление инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда – это инвестиционный процесс, проводимый на основе математических расчетов с целью подбора наиболее эффективных и надежных инвестиционных вложений в соответствии с инвестиционной политикой институционального инвестора. Этот сложный процесс проводится с использованием разнообразных методов. Стоит отметить, что универсального и наилучшего метода подбора ценных бумаг в портфель и дифференциации его структуры не существует. В большинстве случаев, оптимальным может стать метод сочетания разнообразных способов и методик формирования портфеля с использованием их индивидуальных преимуществ и снижением потенциальных рисков.

Поскольку у инвестора отсутствует возможность повлиять на рыночную ситуацию, а также на иные экономические факторы, определяющие эффективность инвестиций на фондовом рынке, следовательно, перед инвестором стоит сложная задача верного прогнозирования результатов инвестиций. В то же время, обладая определенной исторической информацией, он может спрогнозировать дальнейшую тенденцию и предполагаемый сценарии роста котировок ценных бумаг с определённой долей вероятности. Следовательно, он может сформировать свой инвестиционный портфель в зависимости от своих прогнозов и ожиданий, обеспечив этим его

диверсификацию и сбалансированность относительно факторов внешнего влияния.

Полноценно сбалансированный по доходности и риску портфель может обеспечить инвестору высокую экономическую эффективность и удовлетворить его собственные финансовые предпочтения по показателю вариации. Однако долгосрочный инвестиционный портфель значительно повышает риски инвестирования, что объясняется уязвимостью фондового рынка к экономической и политической ситуации. В то же время слишком частое реформирование портфеля приносит дополнительные транзакционные издержки и убытками из-за ложных инвестиционных прогнозов, вследствие чего максимально эффективной инвестиционной стратегией для отечественного фондового рынка является активно - пассивное управление, т.е. периодический пересмотр портфеля.

Основные показатели инвестиционного портфеля должны соответствовать следующим критериям:

- 1) безопасность вложений (стабильность дохода, неустойчивость на рынке инвестиционного капитала),
- 2) доходность инвестиций, превышающая доходность над вложением в низкорисковые финансовые инструменты,
- 3) увеличение стоимости инвестиций,
- 4) высокая ликвидность инвестиций.
- 5) соответствие финансовых инструментов фундаментальным и техническим факторам.

Главной задачей при управлении инвестиционным портфелем является грамотный подбор соотношения пропорций ценных бумаг с различными экономическими свойствами.

Для примера, можно привести классическую (низкорисковую) модель управления портфеля, для которой основными принципами построения инвестиционного портфеля будут: метод консервативности, метод диверсификации и метод достаточной ликвидности.

Метод консервативности отражает соотношение между надежными и рискованными активами и рекомендует поддерживать уровень риска на уровне, предполагающим, что возможные потери от рискованных ценных бумаг в портфеле получали бы возможность быть покрытыми за счет доходов от надежных ценных бумаг. Инвестиционный риск в предложенной модели заключается не в потере части основной суммы, а в уменьшении уровня доходов.

Метод диверсификации ценных бумаг является главенствующим принципом портфельного инвестирования. Его роль заключается в достижении как можно большего разнообразия инструментов инвестирования. Добавление в портфель широкого перечня ценных бумаг позволит снизить риск значительных убытков в случае падения их стоимости.

Приобретая в свой инвестиционный портфель ценные бумаги, инвестор стремится достичь большей доходности при приемлемом уровне риска. Эта цель может быть достигнута с условием, что финансовые инструменты приобретаются из разных категорий или отраслей экономики. В зависимости от целей инвестиционный портфель формируется с расчетом необходимого процентного соотношения между различными категориями ценных бумаг.

Для эффективного снижения уровня риска институциональному инвестору необходимо диверсифицировать финансовые инструменты не только по их количеству, но и по их качеству. Первоначально в процессе диверсификации нужно провести подбор ценных бумаг из различных отраслей промышленности и экономики. Эффективный инвестиционный портфель

формируется из 10-20 ценных бумаг с учетом метода диверсификации, предлагающий приобретение в состав портфеля ценных бумаг с различными инвестиционными свойствами.

К тому же предпочтительно отбирать ценные бумаги из тех отраслей экономики, чьи отраслевые индексы показывают динамичный рост выше, чем в среднем по экономике, и демонстрирующие хорошую динамику роста при снижении показателей отраслевых индексов. Также стоит помнить, что доля вложений в ценные бумаги одного эмитента не должна превышать 10% от общего размера инвестиционного портфеля. Для достижения лучшей диверсификации управляющие компании включают в инвестиционный портфель наряду с инструментами фондового рынка (акциями, облигациями, акциями биржевых фондов), производные инструменты срочного рынка (фьючерсы и опционы). Однако стоит помнить, что при включении в инвестиционный портфель производных финансовых инструментов значительно повышается показатель уровня риска из-за сильной волатильности данных финансовых инструментов.

В случае оптимального подбора ценных бумаг в инвестиционный портфель можно достичь минимального уровня риска портфеля. Часто котировки ценных бумаг коррелируются между собой. Риск портфеля напрямую зависит от общих экономических факторов, влияющих на динамику котировок ценных бумаг, из которых сформирован инвестиционный портфель. При добавлении в инвестиционный портфель большого числа ценных бумаг, доходность которых разнонаправлено, достигается отличное соотношение показателей риска и доходности.

Метод отраслевой диверсификации позволяет инвестору избежать отрицательной динамики в случае упадка показателя экономического развития одной из отраслей экономики.

Относительным аналогом метода отраслевой диверсификации является метод территориальной диверсификации, согласно которой ценные бумаги подбираются с учетом территориальной принадлежности эмитента. Так если в регионе эмитента происходят катастрофы, военные действия, забастовки сотрудников публичных компаний, стихийное бедствие, то ценные бумаги эмитентов из данных регионов отрицательно реагируют на эти события.

Метод достаточной ликвидности заключается в постоянном поддержании доли высоколиквидных ценных бумаг в составе инвестиционного портфеля на уровне, достаточном для проведения высокодоходных сделок и удовлетворения потребностей клиентов в свободных денежных средствах. Опыт показывает, что сохранение некоторой доли портфеля в более ликвидных (даже не всегда доходных) ценных бумагах выгоднее, поскольку инвестору предоставляется возможность быстро реагировать на изменения рыночной ситуации и отдельные выгодные предложения.

Управляющему фондом в целях повышения доходности портфеля необходимо постоянно отслеживать состояние рынка, проводить технический и фундаментальный анализ для выявления потенциально интересных для инвестирования ценных бумаг, а также для отслеживания котировок ценных бумаг, находящихся в портфеле.

После проведенного тщательного анализа рынка, управляющий инвестиционным портфелем может оперативно заменить ценные бумаги, которые не показывают необходимую динамику, а также, если его прогноз по динамике роста их котировок отрицательный.

Метод портфельирования состоит в постепенном приобретении в состав инвестиционного портфеля ценных бумаг, в те моменты, когда отслеживаемые биржевые индексы находятся в необходимом восходящем тренде, а интересующие ценные бумаги подходят к своим уровням поддержки, отскок от

которых позволит начать рост их котировок. Обозначенная тактика позволяет снижать риск свободных колебаний цен внутри торгового канала.

В целях полноценного выявления моментов для совершения сделок по приобретению ценных бумаг, портфельному менеджеру необходимо использовать инструменты технического анализа рынка.

Управление инвестиционным портфелем подразумевает достижение двух целей: получение пассивного дохода с целью сохранения денежных средств от инфляции, либо их преумножения. Выбор подхода зависит от инвестиционных возможностей и допустимых уровней риска, а также сроков инвестирования.

Как оговаривалось выше, управление инвестиционным портфелем является сложным процессом непрерывного анализа и манипуляций с ценными бумагами, который не заканчивается и не прерывается все время существования инвестиционного портфеля. Вся эта деятельность направлена на рациональный и грамотный контроль над риском инвестирования.

Контроль над рисками инвестиционного портфеля трудоемкий многогранный процесс, требующий от инвестора постоянного анализа рыночных показателей. Эффективным методом контроля над рисками является определение корреляции портфеля с основными биржевыми индексами, посредством расчета β - коэффициента портфеля к определенному индексу и последующее хеджирование портфеля при помощи индексных опционов. Приобретение опциона позволяет застраховаться от потенциальных рисков изменения стоимости ценной бумаги, входящей в портфель институционального инвестора.

Рынок часто бывает нестабильным, тем самым повышая волатильность ценных бумаг. Отдельные ценные бумаги достигают своих целевых ориентиров и их дальнейший рост неочевиден, другие бумаги, по большому счету, не

демонстрируют четкую тенденцию по движению к прогнозным уровням, не оправдывая свое дальнейшее пребывание в составе портфеля.

Выбор метода формирования инвестиционного портфеля предприятия определяется в зависимости от инвестиционных задач. Методы формирования могут сильно отличаться в зависимости от целей инвесторов, но в основе каждой из методов будут присутствовать приведенные выше принципы формирования инвестиционного портфеля.

Доходность портфеля паевого инвестиционного фонда находится в зависимости от доходности ценных бумаг, входящих в его состав. Каждая ценная бумага имеет свою потенциально ожидаемую доходность, которая подвержена изменениям на протяжении всего срока инвестирования. Особое значение для инвестора реальная доходность ценной бумаги, выражающая разницу между доходностью ценной бумаги и уровня инфляции за период инвестирования.

Акции являются весьма эффективным финансовым инструментом, позволяющим использовать краткосрочные или долгосрочные инвестиционные стратегии, диверсифицировать портфель и даже позволяют их владельцу принимать некоторое участие в управлении определенных публичных компаний - эмитентов.

При формировании эффективного инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда необходимо придерживаться следующих важных принципов:

2) В состав портфеля необходимо включать акции стабильных и устойчивых компаний, имеющих хорошую финансовую отчетность на дату приобретения акций. Вложения в акции компании, созданных на базе венчурных инвестициях и не имеющих финансовой истории стоит избегать. Вложения в уставной

капитал последних является очень рискованным и, несмотря на потенциально более высокую доходность, может принести значительные убытки инвестору;

3) Для большей надежности сохранения инвестиций необходимо отдать предпочтение компаниям с хорошей дивидендной историей, которые выплачивают дивиденды своим акционерам на протяжении нескольких лет;

4) Постоянный рост акций наблюдается в компаниях, относящихся к секторам, демонстрирующим стабильное развитие, причиной которому является постоянный спрос на производимую продукцию даже в период экономического кризиса. В частности, это нефтяной, потребительский, финансовый, фармацевтический и технологий сектор;

5) Для повышения доходности капитальных вложений инвестору необходимо в обязательном порядке включать в состав инвестиционного портфеля фонда акции из группы, так называемых, «голубых фишек», т.е. акций, обладающих наибольшей ликвидностью.

На основании всего вышесказанного, предлагаемый автором диссертации модельный инвестиционный портфель паевого инвестиционного фонда будет сформирован из акций предложенных ниже компаний:

1) ПАО «Алроса» – лидер по производству неограниченных алмазов, занимающий 28% глобального рынка. Рентабельность EBITDA компании – около 47%. Доходы компании увеличила отмена с 1 сентября 2016г. экспортной пошлины (6.5%) на неограниченные алмазы, а избавление от газовых активов принесет еще около 700 млн. \$. Текущие алмазные ресурсы компании обеспечивают ее деятельность в течение 20 лет, что обуславливает долгосрочный позитивный взгляд. Ожидаемая дивидендная доходность по выплатам за 2017г. более 6% и ориентация на экспорт заслуживают внимание инвесторов. Не исключено, что компания может отказаться от дивидендов на основе 50% от чистой прибыли

ли по МСФО, а рассчитывать их на основе показателя свободного денежного потока.

2) ПАО «Аэрофлот» - российский лидер России по пассажирским перевозкам, занимающий в 2017г. долю на рынке РФ 47.7%, и увеличив ее за год на 5.4 п.п. за счет роста дочерней компании Россия. На рынке грузовых перевозок Аэрофлот стабильно занимает второе место (23.6% в 2017г.). Основной прирост в 2017г. обеспечили международные авиалинии. На 2018г. планируется сохранение двузначных темпов прироста (+11.8%) пассажиропотока. Авиапарк группы возрастет с 289 (2016г.) до 361 ед. на конец 2018г. В 2017г. чистая прибыль компании снизилась, что отразится негативно на дивидендных выплатах, однако эти проблемы уже во многом заложены в котировках. Снижение долговой нагрузки является аргументом для сохранения дивидендных выплат на уровне 50% чистой прибыли по МСФО за 2017г.

3) ПАО «Банк «Санкт-Петербург» - один из крупнейших региональных банков. Банк имеет сильные рыночные позиции на финансовом рынке Северо-Западного федерального округа - преимущественно Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Имеет оценку умеренно высокого уровня кредитоспособности (рейтинг А) от ведущих российских рейтинговых агентств Эксперт РА и АКРА, основанную в т.ч. на высокой вероятности административной поддержки банка со стороны органов государственной власти в среднесрочной перспективе и сильных конкурентных позициях. С 2016г. банк демонстрирует рост прибыли и рентабельности собственного капитала. Положительная динамика прибыли прогнозируется в среднесрочной перспективе до 2020г. Рыночная оценка акции - отношение объема капитализации к собственному капиталу (P/B) самая низкая в отрасли (-0.37), что, наряду с другими мультипликаторами, свидетельствует о значительном потенциале роста цены.

4) ПАО «Башнефть» (привилегированная акция) – нефтедобывающая компания, осуществляющая переработку нефти и реализацию нефтепродуктов через сеть АЗС. Контрольный пакет компании был в ходе приватизации приобретен Роснефтью. В то же время большой пакет привилегированных (24%) и обыкновенных акций (25.79%) остался в собственности Республики Башкирия. Республика рассчитывает, что дивидендный объем поступлений от компании в бюджет будет сохраняться на приемлемом уровне. За 2015г. владельцы акций получили 164 р. на 1 акцию. За 2016г. по причинам в т.ч. налоговой оптимизации выплата дивидендов была отложена. Однако Роснефть, как и обещала, в конце 2017 года вернулась к рассмотрению выплаты дивидендов по акциям с учетом нераспределенной прибыли прошлых лет и дивидендов по результатам 9 месяцев 2017 года. Величина дивидендов составила 148,3 руб., что превышает ожидания рынка на 10-15%. Стабилизация мировых нефтяных цен позволяет рассчитывать на рост прибыли и дивидендов компании в 2018г.

5) ПАО «Газпром» - крупнейший производитель газа в мире. В 2016г. компания добывала 11.2% природного газа в мире и 65.6% в России, при этом на ее долю приходилось 17.1% его мировых запасов. Кроме того, через дочернюю компанию Газпром нефть производится добыча и переработка нефти и газового конденсата, - 11.5% и 18.4% российского выпуска, соответственно. Газпром владеет крупнейшей газотранспортной системой в мире, у него сохраняется монопольное право на экспорт трубопроводного газа.

б) Стратегическая цель Газпрома включает обеспечение лидирующих позиций на рынках, осуществление бесперебойных поставок газа, повышение операционной эффективности. Время доказывает высокую конкурентоспособность на рынке российского голубого топлива, за 9 мес.2017г. его экспорт в Европу вырос на 11.3%. С декабря 2019г. запланировано начало поставок газа в Китай (по трубопроводу «Сила Сибири»). Несмотря на значительные инвестиции, гос-

ударственная компания платит неплохие дивиденды акционерам. Согласно решениям менеджмента Газпром стремится обеспечить объем дивидендных выплат в рублевом выражении на уровне не ниже предыдущего года: 8.04 рублей на 1 обыкновенную акцию.

7) ПАО «ГМК «Норильский никель» – один из крупнейших производителей меди, платины, никеля и палладия. Высокий запас прочности по рентабельности обеспечен качественной ресурсной базой. В 2017 году данный показатель составил 43%. Это очень высокий показатель в горно-металлургической отрасли.

8) В 2017г. у компании подросла долговая нагрузка на 2.18, что привело к снижению дивидендов. Всё равно огромные денежные потоки дают акционерам надежду рассчитывать на приличные выплаты в условиях улучшения конъюнктуры на рынке цветных и драгоценных металлов. Компания торгуется с большим дисконтом к средним мультипликаторам по горнорудной отрасли.

9) ПАО «Нефтяная компания «Лукойл» – одна из крупнейших компаний по производству нефти в РФ и имеющая несколько дочерних компаний за рубежом. Компания осуществляет полный цикл по производству нефти и нефтепродуктов: от добычи и переработки нефти и газа до сбыта.

10) Анализ дивидендной политики компании показал, что на выплаты акционерам направляется не менее 25% чистой прибыли по МСФО. Более того общество ежегодно индексирует размер дивиденда на одну акцию не менее чем на уровень рублевой инфляции за отчетный период. Запас нефти и газа, находящийся в активах компании, позволяет ей сохранить финансовую устойчивость на период до 20 лет, что дает ей значительное преимущество относительно западных компаний. В ближайшие два года ожидается рост выручки и прибыли. Привлекательность акции в начале 2018г. повысили планы погасить 100

млн. из 140 млн. казначейских акций и направить на buy-back акций \$2-3 млрд. в течение 5 лет.

11) ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК) – лидирующая российская металлургическая компания в РФ. На сегодняшний день занимает второе место по объему продаж металлопродукции. Продажи металлопродукции с высокой добавленной стоимостью составляет 45% от всего объема продажи компании. По отношению к другим компаниям из этой же отрасли акции ПАО «ММК» торгуется с большим дисконтом. Некоторое время назад менеджмент компании принял стратегически важное решение по изменению дивидендной политики компании, повысив норму выплат действующим акционерам с 30% до 50% от свободного денежного потока. Это решение позволило повысить инвестиционную оценку стоимости компании. Также были приняты меры к повышению бумаги (в Лондоне реализовано 3% акций мажоритарного акционера), что привело к включению бумаги в индекс MSCI.

12) ПАО «Сбербанк» (привилегированная акция) – крупнейший и системнозначимый банк России. На его долю приходится 30% активов всей банковской отрасли и 45% депозитов населения Российской Федерации. Сильная ежеквартальная финансовая отчетность банка радует его инвесторов и акционеров. В 2017 году положительная динамика роста стоимости акций позволила принести владельцу обыкновенных акций до 40% процентов доходности на одну акцию. Финансовая устойчивость банка в лучшую сторону отличает его от европейских банков, которые испытывают трудности.

13) ПАО «Юнипро» - высокоэффективная электрогенерирующая компания, 83,7% пакет акций которой принадлежит немецкой компании Uniper (бывшая E.ON). Основные активы компании - это пять ГРЭС в Сибири, на Урале и средней России установленной мощности 11.2 ГВт.

Помимо электроэнергии компания реализует тепловую энергию и представлена на рынках распределенной генерации и инжиниринга. Пожар в феврале 2016г. на третьем блоке Березовской ГРЭС ухудшил финансовые результаты за 2016г. Однако, в 2017г. ситуация улучшается и наблюдается заметный рост прибыли, компания возместила значительную часть ущерба за счет страховых выплат. В 2017-2020гг. предполагается наращивание выручки по договорам на поставку мощности DPM.

В результате компания продолжает следовать политике высоких дивидендных выплат, которые теперь осуществляются 2 раза в год и осуществлялись по итогам 9 месяцев 2017г. (0.11 руб. на 1 обыкновенную акцию). В долгосрочном периоде восстановление работы 3-ого энергоблока (3 квартал 2019г.) повысит привлекательность компании [73].

Цены выбранных акций на момент проведения математических расчетов представлены в таблице 11.

Таблица 11 - Цены закрытия акций компаний на 30 Апреля 2018г. по данным сайта Московской биржи

Наименование компании	Цена за 1 акцию, руб.
ПАО «Алроса»	89,61
ПАО «Аэрофлот»	144,00
ПАО «Банк «Санкт-Петербург»	51,00
ПАО «Башнефть» (прив.)	1 835,00
ПАО «Газпром»	145,93
ПАО «ГМК «Норильский никель»	10 814,00
ПАО «Нефтяная компания «Лукойл»	4 156,50
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	48,68

Продолжение таблицы 11

ПАО «Сбербанк» (прив.)	196,22
ПАО «Юнипро»	2,776

Как видно из таблицы 11, самыми дорогими являются акции ПАО «ГМК «Норильский никель», а самыми дешевыми - ПАО «Юнипро».

Формирование инвестиционного портфеля по модели Г. Марковица будут производиться в программе MS Excel. Модельный инвестиционный портфель паевого инвестиционного фонда состоит из отечественных акций различных секторов: нефтегазового, промышленного и финансового, такой выбор увеличивает диверсификацию портфеля и снижает его рыночный риск. Период рассмотрения динамики изменения стоимости акций составляет один календарный год. Это позволяет сделать более точный долгосрочный прогноз доходности и риска портфеля. В таблице 12 ниже показана ежемесячная стоимость акций за период с 01.05.2017 по 01.04.2018г.

Таблица 12 - Ежемесячная стоимость акций за период с 01.05.2017 по 01.04.2018г. по данным сайта Московской биржи

Дата	Алроса (руб.)	Аэро-флот (руб.)	Банк «Санкт-Петербург» (руб.)	Башнефть (руб.)	Газпром (руб.)	ГМК «Норильский никель» (руб.)	Лукойл (руб.)	ММК (руб.)	Сбербанк (руб.)	Юнипро (руб.)
01.05.17	88,99	188,60	61,20	1091,00	120,20	7902,00	2753,00	31,10	155,93	2,597
01.06.17	86,55	195,30	57,40	1148,00	118,49	8068,00	2872,50	33,35	145,59	2,507
01.07.17	83,65	201,70	55,50	1204,50	116,10	8930,00	2797,50	33,80	164,53	2,449
01.08.17	81,20	191,80	58,50	1293,00	117,97	9790,00	2940,50	40,26	183,51	2,410
01.09.17	82,30	183,95	55,65	1270,00	122,20	9920,00	3064,00	43,29	192,33	2,431
01.10.17	75,20	180,00	53,65	1497,00	125,90	10592,00	3096,00	44,15	193,80	2,565
01.11.17	77,87	152,50	55,35	1499,50	132,15	9876,00	3292,50	43,93	224,35	2,663

Продолжение таблицы 12

01.12.17	75,06	138,45	54,35	1352,00	130,50	10850,00	3334,50	41,86	225,20	2,529
01.01.18	81,50	133,30	58,30	1411,00	143,36	11608,00	3728,00	45,61	264,50	2,530
01.02.18	86,30	141,45	57,00	1618,00	143,16	11159,00	3776,50	47,68	272,40	2,724
01.03.18	92,00	155,60	54,50	1717,00	142,33	10760,00	3961,00	44,14	253,57	2,910
01.04.18	89,61	144,00	51,00	1835,00	145,93	10814,00	4156,50	48,68	226,99	2,776

На следующем этапе формирования портфеля рассчитываем ежемесячные доходности по каждой акции и вносим результаты в таблицу 13.

Таблица 13 - Ежемесячная доходность акций за период с 01.06.2017 по 01.04.2018г., в процентах

Дата	Алроса	Аэрофлот	Банк «Санкт-Петербург»	Башнефть	Газпром	ГМК «Норникель»	Лукойл	ММК	Сбербанк	Юнипро
01.06.17	-2,78	3,49	-6,41	5,09	-1,43	2,08	4,25	7,00	-6,86	-3,53
01.07.17	-3,41	3,22	-3,37	4,80	-2,04	10,15	-2,65	1,34	12,23	-2,34
01.08.17	-2,97	-5,03	5,26	7,09	1,60	9,19	4,99	17,49	10,92	-1,61
01.09.17	1,35	-4,18	-4,99	-1,79	3,52	1,32	4,11	7,24	4,69	0,87
01.10.17	-9,02	-2,17	-3,66	16,44	2,98	6,55	1,04	1,98	0,76	5,37
01.11.17	3,49	-16,58	3,12	0,17	4,84	-7,00	6,15	-0,50	14,64	3,75
01.12.17	-3,68	-9,67	-1,82	-10,35	-1,26	9,41	1,27	-4,83	0,38	-5,16
01.01.18	8,23	-3,79	7,02	4,27	9,40	6,75	11,15	8,58	16,09	0,04
01.02.18	5,72	5,93	-2,26	13,69	-0,14	-3,94	1,29	4,44	2,94	7,39
01.03.18	6,40	9,53	-4,49	5,94	-0,58	-3,64	4,77	-7,73	-7,16	6,61
01.04.18	-2,63	-7,75	-6,64	6,65	2,50	0,50	4,82	9,80	-11,07	-4,71

Далее определяем математическое ожидание доходностей по каждой акции, для этого найдем среднеарифметическое значение за весь период.

Ожидаемая доходность по каждой акции отображена в таблице 14:

Таблица 14 - Ожидаемая доходность акций за период с 01.06.2017 по 01.04.2018г., в процентах

Дата	Алроса	Аэро-флот	Банк «Санкт-Петербург	Башнефть	Газпром	ГМК «Норникель	Лукойл	ММК	Сбербанк	Юнипро
01.06.17	-2,78	3,49	-6,41	5,09	-1,43	2,08	4,25	7,00	-6,86	-3,53
01.07.17	-3,41	3,22	-3,37	4,80	-2,04	10,15	-2,65	1,34	12,23	-2,34
01.08.17	-2,97	-5,03	5,26	7,09	1,60	9,19	4,99	17,49	10,92	-1,61
01.09.17	1,35	-4,18	-4,99	-1,79	3,52	1,32	4,11	7,24	4,69	0,87
01.10.17	-9,02	-2,17	-3,66	16,44	2,98	6,55	1,04	1,98	0,76	5,37
01.11.17	3,49	-16,58	3,12	0,17	4,84	-7,00	6,15	-0,50	14,64	3,75
01.12.17	-3,68	-9,67	-1,82	-10,35	-1,26	9,41	1,27	-4,83	0,38	-5,16
01.01.18	8,23	-3,79	7,02	4,27	9,40	6,75	11,15	8,58	16,09	0,04
01.02.18	5,72	5,93	-2,26	13,69	-0,14	-3,94	1,29	4,44	2,94	7,39
01.03.18	6,40	9,53	-4,49	5,94	-0,58	-3,64	4,77	-7,73	-7,16	6,61
01.04.18	-2,63	-7,75	-6,64	6,65	2,50	0,50	4,82	9,80	-11,07	-4,71
Ожидаемая доходность	0,06	-2,45	-1,66	4,73	1,76	2,85	3,75	4,07	3,41	0,61

Доходность акций ПАО «Аэрофлот» и ПАО «Банк «Санкт-Петербург» имеет отрицательную ожидаемую доходность, а ПАО «Алроса» и ПАО «Юнипро» - незначительна (меньше 1%) , поэтому их следует исключить из портфеля.

Оценка риска каждой акции – это ее изменчивость (волатильность) по отношению к математическому ожиданию доходностей.

Далее из оставшихся акций в портфеле рассчитываем риск каждой акции с использованием формулы стандартного отклонения в программе MS Excel. Полученные результаты отображены в таблице 15.

Таблица 15 - Риск акций за период с 01.06.2017 по 01.04.2018г., в процентах

Дата	Башнефть	Газпром	ГМК «Норильский никель»	Лукойл	ММК	Сбербанк
01.06.2017	5,09	-1,43	2,08	4,25	7,00	-6,86
01.07.2017	4,80	-2,04	10,15	-2,65	1,34	12,23
01.08.2017	7,09	1,60	9,19	4,99	17,49	10,92
01.09.2017	-1,79	3,52	1,32	4,11	7,24	4,69
01.10.2017	16,44	2,98	6,55	1,04	1,98	0,76
01.11.2017	0,17	4,84	-7,00	6,15	-0,50	14,64
01.12.2017	-10,35	-1,26	9,41	1,27	-4,83	0,38
01.01.2018	4,27	9,40	6,75	11,15	8,58	16,09
01.02.2018	13,69	-0,14	-3,94	1,29	4,44	2,94
01.03.2018	5,94	-0,58	-3,64	4,77	-7,73	-7,16
01.04.2018	6,65	2,50	0,50	4,82	9,80	-11,07
Риск акции	7,21	3,40	5,99	3,54	7,09	9,31

На следующем шаге необходимо найти ковариацию между доходностями каждой ценной бумаги. Для этого составляем ковариационную матрицу. Результаты расчетов представлены в таблице 16.

Таблица 16 - Ковариационная матрица зависимости акций

	Башнефть	Газпром	ГМК "Норильский никель"	Лукойл	ММК	Сбербанк
Башнефть	0,0047227	0,0000953	-0,0005486	-0,0002470	0,0012757	-0,0007345
Газпром	0,0000953	0,0010531	-0,0001676	0,0008578	0,0007291	0,0013879
ГМК "Норникель"	-0,0005486	-0,0001676	0,0032660	-0,0004847	0,0010475	0,0012092
Лукойл	-0,0002470	0,0008578	-0,0004847	0,0011378	0,0007273	0,0005333
ММК	0,0012757	0,0007291	0,0010475	0,0007273	0,0045735	0,0011868
Сбербанк	-0,0007345	0,0013879	0,0012092	0,0005333	0,0011868	0,0078729

Установим максимально допустимый уровень риска портфеля $\sigma_p \leq 10\%$. С помощью надстройки «Поиск решений» определим доли акций в данной интерпретации задачи. Целевой ячейкой будет ячейка с формулой доходности

портфеля, ее следует максимизировать, изменяя значения долей акций при ограничениях по риску. Результат расчетов, проведенных в программном продукте Microsoft Excel, представлен в таблице 17.

Подбирая и изменяя значения ячейки, содержащие доли ценных бумаг в портфеле, необходимо соблюсти при этом следующие ограничения:

- 1) Доля каждой ценной бумаги не может быть отрицательной;
- 2) Сумма долей должна равняться единице.

Таблица 17 - Таблица подбора долей ценных бумаг

Наименование	Башнефть	Газпром	ГМК "Норникель"	Лукойл	ММК	Сбербанк	Кол-во бумаг
Башнефть	0,0047227	0,0000953	-0,0005486	-0,0002470	0,0012757	-0,0007345	0,08
Газпром	0,0000953	0,0010531	-0,0001676	0,0008578	0,0007291	0,0013879	0,16
ГМК "Норникель"	-0,0005486	-0,0001676	0,0032660	-0,0004847	0,0010475	0,0012092	0,11
Лукойл	-0,0002470	0,0008578	-0,0004847	0,0011378	0,0007273	0,0005333	0,44
ММК	0,0012757	0,0007291	0,0010475	0,0007273	0,0045735	0,0011868	0,16
Сбербанк	-0,0007345	0,0013879	0,0012092	0,0005333	0,0011868	0,0078729	0,05
Сумма долей всех акций							1,00
Риск портфеля	10%	x	x	x	x	x	x
Доходность портфеля	0,0344458	x	x	x	x	x	x

Таким образом, при выполнении расчета и сохранением уровнем риска на приемлемом уровне в 10% с ожидаемой доходностью в 3,44%. состав портфеля должен быть представлен в таблице 18.

Схематически состав модельного инвестиционного портфеля изображен в Приложении 1.

Таблица 18 - Состав модельного инвестиционного портфеля

Наименование компании	Доля акций в составе портфеля.
ПАО «Башнефть» (прив.)	8 %
ПАО «Газпром»	16 %
ПАО «ГМК «Норильский никель»	11 %
ПАО «Нефтяная компания «Лукойл»	44 %
ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»	16 %
ПАО «Сбербанк» (прив.)	5%

В данном разделе был рассмотрен вариант формирования модельного инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда с использованием программного продукта Microsoft Excel по модели Г. Марковица. Модельный инвестиционный портфель был сформирован по принципу максимизация доходности портфеля при установленном инвестором максимальном уровне риска.

Модель Г. Марковица, как и говорилось в тексте первой главы, позволяет снизить систематические риски за счет комбинации различных ценных бумаг. Несмотря на сложности использования данной модели в современной экономике данная модель подходит и для низковолатильных активов, таких как облигации, биржевые товары, фьючерсы и т.д.

На сегодняшний день в результате существенного развития интернет - торговли на рынке ценных бумаг и значительной волатильности финансовых инструментов сократился срок пересмотра ценных бумаг в составе инвестиционного портфеля, так если раньше он мог составлять год, то сейчас это 2-6 месяцев.

3.2. Мониторинг эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда

Опыт показывает, что невозможно сформировать идеальный инвестиционный портфель, дающий полную гарантию достижения максимальной доходности. Рынок ценных бумаг - это подвижная и постоянно меняющаяся экономическая система. Стратегии управления, дававшие ранее положительные результаты, в будущем могут приносить убытки.

Однако, проанализировав методики управления инвестиционным портфелем, можно утверждать, что грамотная диверсификация инвестиционного портфеля, использование ограничений на включение в портфель ценных бумаг отдельных эмитентов и ограничение убытков по портфелю значительно уменьшает влияние уровня риска на ценные бумаги, входящие в портфель фонда.

Управление портфелем фонда имеет свою специфику, поскольку существующие законодательные ограничения лишают их возможности использовать весь потенциал финансовых инструментов. Среднестатистический размер инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда составляет сотни миллионов рублей. Такие большие объемы активов достаточно сложно реструктурировать в короткие сроки, что ограничивает возможности управляющего фондом.

Эти факторы необходимо учитывать при формировании и управлении портфелем ценных бумаг паевого фонда.

Высокая волатильность инвестиционных портфелей подтверждает несовершенство методов управления рисками по уменьшению стоимости ценных бумаг, входящих в его состав. Разработка системы управления рисками для инвестиционных портфелей фонда должна включать в себя систему мер по эффективному реагированию на изменения фондового рынка.

Данная система должна включать в себя следующие элементы:

- 1) установление ограничений максимальной доли приобретения в состав инвестиционного портфеля ценных бумаг, определенного эмитента или отрасли;
- 2) создание системы хеджирования инвестиционного портфеля фонда;
- 3) разработка методов своевременной реструктуризации инвестиционного портфеля.

В предыдущем параграфе предложена авторская методика формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда. В последующем, после формирования портфеля, необходимо постоянно проводить мониторинг инвестиционного портфеля, оценивая эффективность системы его управления, и, по необходимости, принимать решения о его последующей реструктуризации. Это основа эффективной методики управления инвестиционным портфелем. Алгоритм мониторинга инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, состоит из следующих этапов:

- 1) Анализ текущей макроэкономической ситуации на фондовом рынке;
- 2) Прогноз динамики конкретных отраслей экономики;
- 3) Анализ финансового состояния отдельного эмитента.

На начальном этапе анализируется ситуация в мировой экономике, определяется направление движение рынка, а также соотношение долей ценных бумаг по степени их риска и потенциального доходности. На следующем этапе проводится фундаментальный анализ определенных экономических отраслей, отбираются отрасли, обладающие наибольшим потенциалом роста и обеспечивающие защиту ценных бумаг в случае падения фондового рынка.

На заключительном этапе проводится изучение финансовой отчетности эмитента с целью определения потенциала роста акций. На основе технического анализа определяется момент покупки или продажи ценных бумаг эмитента. В

последующем анализируются ликвидность и объем торгов ценных бумаг интересующего эмитента, В результате проведенного анализа отбираются ценные бумаги определенных эмитентов, обладающих потенциалом роста их стоимости. Алгоритм мониторинга инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, предложенный автором, представлен на рисунке 6.

Потенциальная доходность акций, как правило, выше, чем у облигаций. В период роста рынка акций уместно увеличить долю акций в портфеле фонда до 90 - 95%, а в момент снижения сокращать, пропорционально увеличивая долю облигаций и инструментов, обеспечивающих постоянную доходность. Зачастую размер доли акций варьируется от 30 до 45% портфеля, а в период стремительного падения фондового рынка их доля может сокращаться до 10%. При подтверждении восходящей тенденции на рынке можно восстановить долю акций в инвестиционном портфеле. Эта стратегия позволяет продавать акции по более высоким ценам, а покупать по более низким.

Для сохранения стоимости инвестиционного портфеля на падающем рынке управляющий фондом может перевести его часть в акции из числа более стабильных секторов экономики. На российском фондовом рынке такими секторами являются: сектор IT-технологий, потребительский и фармацевтический. Перечисленные сектора слабо коррелируются с общим направлением рынка.

Положительный результат инвестирования может быть достигнут и путем добавления в состав инвестиционного портфеля акций известных международных корпораций. Это позволит исключить внутривалютные и валютные риски. Кроме этого, бумаги данных эмитентов обладают высокой ликвидностью и низкой волатильностью.

С целью обезопасить портфель от рисков, связанных со снижением стоимости сырьевых активов, можно добавить в состав инвестиционного

портфеля акций компаний развивающихся стран, Лидерами по импорту сырья являются Китай и Индия. Акции компаний из этих стран показывают положительную динамику при снижении стоимости сырья на биржевых торгах.



Рисунок 6 - Алгоритм мониторинга инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда

Приобретение консервативных финансовых инструментов на падающем рынке, следует осуществлять только за счет той, части портфеля, которая представлена ликвидными ценными бумагами. Из-за большого размера инвестиционного фонда, реструктуризация даже третьей его части может существенно повлиять на котировки реализуемых ценных бумаг. Следовательно, ликвидную часть портфеля необходимо формировать из числа акций компаний, имеющих среднесуточный оборот на бирже превышающий 500 млн. руб.

В число таких компаний входят преимущественно крупнейшие финансовые и нефтегазовые корпорации, называемые «голубыми фишками» и на объем сделок, с которыми приходится 90 % торгового внутрисуточного оборота на бирже.

К сожалению, российские управляющие компании в качестве эталона оценки эффективности инвестиционного портфеля, используют показатели определенных биржевых индексов. В связи с чем, считаем необходимым порекомендовать использовать опыт зарубежных хедж-фондов, которые для оценки показателей эффективности разрабатывают собственные многокомпонентные показатели. Разработка собственных показателей эффективности позволяет проводить мониторинг эффективности инвестиционного портфеля фонда, опираясь на опыт предыдущих периодов и создавать уникальные стратегии инвестирования.

Большинство российских паевых инвестиционных фондов оцениваются на основе показателей риска и доходности, но считаю, что это не всегда правильно. Кроме риска снижения стоимости ценных бумаг портфеля, у управляющего фондом могут возникнуть трудности при реализации большой доли малоликвидных ценных бумаг. Это особенно актуально для фондов венчурных инвестиций и инвестирующих в ценные бумаги второго и третьего

«эшелона». По этой причине, следует оценивать эффективность управления фондов с позиции оценки ликвидности его активов [62, с. 24].

Кроме оценки ликвидности активов, необходимо проводить и оценку волатильности инвестиционного портфеля паевого фонда. Снижения волатильности можно достичь не только за счет диверсификации, но и за счет покупки ценных бумаг с малым среднеквадратичным отклонением и коэффициентом $\beta < 1$.

При оценке эффективности инвестиционного фонда необходимо проводить их грамотное распределение, поскольку некорректно проводить оценку отраслевого фонда акций наравне с традиционным фондом акций. Это объясняется тем, что какая – либо отрасль экономики, представленная отраслевым фондом, может опережать по доходности классический рыночный индекс.

Если рассматривать доходность отраслевых фондов, находящихся под управлением российских компаний свыше трех лет, то можно заметить, что прирост стоимости паев межотраслевых фондов значительно выше отраслевых.

Применение классических защитных стратегий для паевых фондов достаточно ограничено, так российское законодательство в сфере инвестиционных фондов разрешает приобретать паи других паевых фондов в инвестиционный портфель фонда. Например, для открытых фондов акций максимальное допустимое значение установлено на уровне 10% от стоимости чистых активов фонда.

На практике, использовать паи консервативных фондов в качестве защитного инструмента проблематично, так как торговый оборот паев на российских биржах имеет очень низкую ликвидность. Возможно, что в будущем. развитие вторичного обращения паев крупных фондов позволит реализовать подобную защитную стратегию.

С 2010 года законодатель позволил паевым фондам включать в состав их инвестиционных портфелей производные финансовые инструменты, в число которых входят фьючерсы и опционы на валюту, акции, биржевые индексы и различные биржевые товары.

Стоит отметить, что в отличие от американских хедж-фондов, российским инвестиционным фондам запрещено использовать маржинальное кредитование, т.е. кроме внесения гарантийного обеспечения, в инвестиционном портфеле требуется иметь безрисковые активы в объеме, эквивалентном номинальной стоимости открытых позиций.

Данная стратегия больше подходит для структурных продуктов с полной или частичной защитой капитала, чем для паевых фондов. В случае негативного сценария, она хоть и не обеспечит доходностью, но позволит полностью сохранить персональную стоимость активов. При положительной динамике рынка, доходность инвестиционного портфеля фонда будет ограничена.

Для защиты инвестиционного портфеля от снижения его стоимости правильным будет приобретение опциона с правом покупки (опцион call) базисного актива и размещение средств, эквивалентно объему открытой позиции по опционам, на депозит под 10% годовых.

Для визуального отображения данной стратегии смоделируем ситуацию, в которой размер инвестиционного портфеля фонда составляют 100 млн. руб., а прогноз управляющего на рост стоимости базисного актива равен 10 %, следовательно, в данной необходимо покупать опцион call.

Стоимость базисного актива - 10000 руб., а стоимость опциона на дату формирования портфеля – 200 руб. Срок инвестирования равен шести месяцам. Структура активов такого портфеля представлена в таблице 19.

Таблица 19. - Состав и структура инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда при использовании опциона с правом покупки.

Тип инструмента	Стоимость, руб.	Доля в портфеле, %	Стоимость открытой позиции, руб.	Гарантируемая доходность за 6 месяцев, руб.
Опцион call	1 940 000 (200 руб .x 970 опционных контрактов)	1,94	97 000 000 (970x10000 руб.)	X
Депозит, процентная ставка 10 % год.	98 060 000	98,06	98 060 000	5 000 000 (100 000 000 x 10% x 6/12)
В целом по портфелю:	100 000 000	100,0	X	X

Альтернативой предложенному выше варианту будет покупка базисного актива на полную стоимость портфеля. В случае, достижения положительного результата, когда стоимость базисного актива вырастет на 10% до 11 000 руб. прибыль по портфелю составит 10 млн. руб., в противном случае – управляющий получит убыток прямо пропорциональный снижению стоимости базисного актива. В данной ситуации события могут развиваться в двух вариантах, которые наглядно представлены в таблице 20.

Таблица 20 - Варианты ожидаемой доходности инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда

Реализация прогноза (рост цены базисного актива на 10%)	Реализация негативного сценария (снижение цены базисного актива)
Первоначальная стоимость портфеля = 100 000 000 руб.	
Возврат полной стоимости первоначально инвестированных средств (100000000 руб.) плюс стоимость опционного контракта, которая при росте базисного актива на 10% за 6 месяцев выросла приблизительно в 4 раза (1940000 x 4 = 7 760 000 руб.)	Возврат 100% первоначально инвестированных средств 98060000 + 1940000 = 100000000 руб.

Продолжение таблицы 20

<p>Стоимость портфеля по истечении 6 месяцев: $100000000 + 7760000 = 107760000$ руб. Доходность $\approx 7,76$ %</p>	<p>Стоимость портфеля по истечении 6 месяцев: 10000000 руб. Доходность = 0 %</p>
--	---

Для полноценного использования опционов с целью защиты от рисков снижения стоимости инвестиционных портфелей крупных паевых фондов следует значительно повысить ликвидность производных финансовых инструментов, торгующихся на срочном рынке Московской биржи. На сегодняшний день максимальной ликвидностью обладают только небольшое количество производных финансовых инструментов, в их числе опционные контракты на фьючерсы на индекс Московской бирже, доллар США, золото, нефть, Сбербанк и Газпром.

Заключение

В результате проведенного диссертационного исследования нами были получены следующие результаты:

1. Проведен анализ методик управления инвестиционным портфелем.

Формирование инвестиционного портфеля - это сложный процесс, проводимый с использованием разнообразных методов. Для примера, автором анализируются методы консервативности, диверсификации и достаточной ликвидности.

Метод консервативности отражает соотношение между надежными и рискованными активами и рекомендует поддерживать уровень риска на уровне, предполагающим, что возможные потери от рискованных ценных бумаг в портфеле получали бы возможности быть покрытыми за счет доходов от надежных ценных бумаг. Инвестиционный риск в предложенной модели заключается не в потере части основной суммы, а в уменьшении уровня доходов.

Метод диверсификации ценных бумаг является главенствующим принципом портфельного инвестирования. Его роль заключается в достижении как можно большего разнообразия инструментов инвестирования. Добавление в портфель широкого перечня ценных бумаг позволит снизить риск значительных убытков в случае падения их стоимости.

Метод достаточной ликвидности заключается в постоянном поддержании доли высоколиквидных ценных бумаг в составе инвестиционного портфеля на уровне, достаточном для проведения высокодоходных сделок и удовлетворения потребностей клиентов в свободных денежных средствах. Опыт показывает, что сохранение некоторой доли портфеля в более ликвидных ценных бумагах, даже выгоднее, поскольку инвестору предоставляется возможность быстро

реагировать на изменения рыночной ситуации и отдельные прибыльные предложения.

2. Предложен модельный эффективный инвестиционный портфель паевого инвестиционного фонда.

При формировании модельного эффективного инвестиционного портфеля автор придерживался следующих важных принципов:

- В состав портфеля включены акции стабильных и устойчивых компании, имеющих хорошую финансовую отчетность на дату приобретения акций. Вложения в акции компании, созданных на базе венчурных инвестициях и не имеющих финансовой истории были исключены, вложения в их уставной капитал является очень рискованным и, несмотря на потенциально более высокую доходность, могли принести значительные убытки институциональному инвестору;

- Для большей надежности сохранения инвестиций были отданы отдают предпочтение компаниям с хорошей дивидендной историей, которые выплачивают дивиденды своим акционерам на протяжении нескольких лет;

- Постоянный рост акций наблюдался в компаниях, относящихся к секторам, демонстрирующим стабильное развитие, причиной которому является постоянный спрос на производимую продукцию даже в период экономического кризиса. В частности, это был нефтяной, потребительский, финансовый, фармацевтический и технологий сектор. Акции преимущественно этих секторов экономики были включены в состав портфеля;

- Для повышения доходности капитальных вложений в обязательном порядке, были включены в состав инвестиционного портфеля акции из группы, так называемых, «голубых фишек», т.е. акций, обладающих наибольшей ликвидностью. В данной ситуации автором учитывался метод достаточной ликвидности.

3. Проведен анализ эффективности управления инвестиционным портфелем на примере паевых инвестиционных фондов.

Проанализированы объемы привлечения средств и показатели доходности паевых фондов, находящихся под управлением крупнейших российских управляющих компаний.

На основе проведенного анализа можно констатировать, что управление инвестиционным портфелем в российских паевых инвестиционных фондах, а также отбор финансовых инструментов проводится управляющими компаниями нерационально. Зачастую управляющие фондом придерживаются только лишь законодательных ограничений и методов диверсификации. В связи, с чем необходимо разработать детальную методику формирования эффективного инвестиционного портфеля фонда, а в последующем пересматривать ее в связи с изменением ситуации на фондовом рынке.

4. Предложен алгоритм формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда.

На основании рассмотренных методов разработан алгоритм формирования инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, состоящий из следующих этапов:

1) Составление проектной модели портфеля, с учетом законодательных ограничений и локальных правил и положений, разработанных управляющей компанией;

2) Определения стиля управления ценными бумагами с учетом уровня риска (консервативный, умеренный, агрессивный);

3) Оценка уровня риска и предполагаемый уровень доходности (низкий уровень риска предполагает меньшую доходность по сравнению с повышенным уровнем риска);

4) Разработка методологии отбора ценных бумаг и управления рисками инвестиционного портфеля;

5) Разработка системы оценки эффективности управления портфелем, согласно критериям, которой будут принимать решения о реформировании структуры портфеля с учетом изменения рыночной ситуации.

5. Разработан алгоритм мониторинга эффективности управления инвестиционным портфелем паевого инвестиционного фонда.

В последующем, после формирования портфеля паевого инвестиционного фонда необходимо постоянно проводить мониторинг инвестиционного портфеля, оценивая эффективность системы его управления, и, по необходимости, принимать решения о его последующей реструктуризации. Это основа эффективной методики управления инвестиционным портфелем.

Алгоритм мониторинга инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, предложенный автором, состоит из следующих этапов:

- 4) Анализ текущей макроэкономической ситуации на фондовом рынке;
- 5) Прогноз динамики конкретных отраслей экономики;
- 6) Анализ финансового состояния отдельного эмитента.

На начальном этапе анализируется ситуация в мировой экономике, определяется направление движение рынка, а также соотношение долей ценных бумаг по степени их риска и потенциальной доходности.

На следующем этапе проводится фундаментальный анализ определенных экономических отраслей, отбираются отрасли, обладающие наибольшим потенциалом роста и обеспечивающие защиту ценных бумаг в случае падения фондового рынка.

На заключительном этапе проводится изучение финансовой отчетности эмитента с целью определения потенциала роста акций. На основе технического анализа определяется момент покупки или продажи ценных бумаг эмитента. В

последующем анализируются ликвидность и объем торгов ценных бумаг интересующего эмитента, В результате проведенного анализа отбираются ценные бумаги определенных эмитентов , обладающих потенциалом роста их стоимости.

Список использованных источников

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. ФЗ РФ от 03.08.2018) [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702
2. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018) [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142
3. Федеральный закон от 10.12.2003 № 173-ФЗ (ред. 03.08.2018) «О валютном регулировании и валютном контроле» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/Cons_doc_LAW_45458
4. Федеральный закон от 26.03.1998 № 41-ФЗ (ред. 01.06.2018) «О драгоценных металлах и драгоценных камнях» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18254
5. Федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ (ред. 29.07.2018) «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_110267
6. Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ (ред. 03.07.2016) «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_200936
7. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. 03.08.2018) «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_304243
8. Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ (ред. 28.12.2017) «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_286593/

9. Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. 03.09.2018) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_299546

10. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. 01.09.2018) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_303104

11. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. 01.02.2018) «Об инвестиционных фондах» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_287243

12. Федеральный закон от 24.07.2002 № 111-ФЗ (ред. 29.07.2018) «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_303674

13. Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ (ред. 25.11.2017) «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_283458

14. Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ (ред. 04.06.2018) «Об организованных торгах» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_299489

15. Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ (ред. 14.06.2012) «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_131175

16. Постановление Правительства РФ от 27.07.1998 № 861 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения государственных облигаций, погашаемых золотом» [Электронный ресурс]. - URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19637

17. Абрамов А.Е. Экономика инвестиционных фондов: монография / А.Е. Абрамов [и др.]. - М. : Дело, 2015. - 720 с. - ISBN 978-5-7749-1047-2.
18. Алиев А.Т. Управление инвестиционным портфелем: учебное пособие / А.Т. Алиев, К.В. Сомик. -М. : Дашков и К, 2015. - 159 с. - ISBN 978-5-394-01292-1.
19. Анохин С.А. Инвестиции и инновации./ С.А. Анохин - Электрон. текстовые данные. - М. : Дашков и К, 2017. - 658 с. - ISBN 978-5-394-02781-9.
20. Аскинадзи, В. М. Инвестиционный анализ. Практикум : учебное пособие для академического бакалавриата / В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова. - М: Издательство Юрайт, 2018. - 399 с. - (Серия : Бакалавр. Академический курс). - ISBN 978-5-534-00558-5.
21. Аскинадзи, В. М. Инвестиционный анализ: учебник для академического бакалавриата / В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова. - М: Издательство Юрайт, 2017. - 422 с. - (Серия: Бакалавр. Академический курс). - ISBN 978-5-9916-9637-1.
22. Аскинадзи В.М. Портфельные инвестиции: учебное пособие / В.М. Аскинадзи, В.Ф. Максимова. - М. : Евразийский открытый институт, 2011. - 120 с. - ISBN 978-5-374-00408-3
23. Балдин К.В. Управление инвестициями: учебник для бакалавров / К.В. Балдин, Е.Л. Макриденко, О.И. Швайка. - М. : Дашков и К, 2016. - 239 с - ISBN 978-5-394-02235-7.
24. Барлаков С.А. Инвестиционный менеджмент: учебное пособие / С.А. Барлаков, Т.А. Свиридова. - СПб. : Интермедия, 2017. - 239 с. - ISBN 978-5-4383-0150-9.
25. Белопольская Я.И. Стохастическая оптимизация портфельных инвестиций: учебное пособие / Я.И. Белопольская. - Электрон. текстовые данные. -

СПб.: Санкт-Петербургский государственный архитектурно-строительный университет, 2014. - 89 с. – ISBN 978-5-9227-0544-8.

26. Берзон Н.И. - Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / Н.И. Берзон, Д.М. Касаткин, А.Ю. Аршавский.- М. : Юрайт, 2013.- 537 с. – ISBN 978-5-534-03265-9.

27. Бобошко Н.М. Финансово-кредитная система: учебное пособие/ Н.М. Бобошко, С.М. Проява - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014.- 239 с. – ISBN 978-5-238-02512-4.

28. Борисова, О. В. Инвестиции в 2 т. Т. 1. Инвестиционный анализ: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры: / О. В. Борисова, Н. И. Малых, Л. В. Овешникова. - М.: Издательство Юрайт, 2018. - 218 с. - (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). – ISBN 978-5-534-01798-4.

29. Васюхин О.В. Экономическая оценка инвестиций: учебное пособие / О.В. Васюхин, Е.А. Павлова. - СПб.: Университет ИТМО, 2013. - 99 с.

30. Газалиев М.М. Рынок ценных бумаг: учебное пособие для бакалавров / М.М. Газалиев, В.А. Осипов. - М. : Дашков и К, 2016. - 160 с. - ISBN 978-5-394-02534-1.

31. Гибсон Р.Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками /Р. Гибсон. - М. : Альпина Пабlishер, Альпина Бизнес Букс, 2016. - 276 с. - ISBN 978-5-9614-0775-4.

32. Гонов А. А. Инструменты рынка ценных бумаг: учебное пособие " / А.А. Гонов - Екатеринбург: Издательство Уральского университета, 2015. - 156 с. – ISBN 978-5-7996-1496-6.

33. Грэхем Б., Додд Д. Анализ ценных бумаг : пер. с англ./ Б. Грэхем ,Д. Додд - М. : Вильямс", 2012. - изд. 3-е - 880 с. – ISBN 978-5-8459-1552-8

34. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран - М. : Альпина Паблишер, 2017. - 1339 с. - ISBN 978-5-9614-0802-7.

35. Доклад Банка России для общественных консультаций «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля»: Июнь 2016г. -М. :Центральный Банк Российской Федерации, 2016, - 36 с.

36. Ефимцева Т.В. Основы предпринимательского права: учебник // Т.В. Ефимцева - Рязань: Концепция, 2014.- 460 с. – ISBN 978-5-4464-0031-7.

37. Кабанова О.В. Инвестиции и инвестиционные решения: учебное пособие / О.В. Кабанова, Ю.А. Коноплева. - Ставрополь: Северо-Кавказский федеральный университет, 2017. - 201 с.

38. Карпович А.И. Экономическая оценка эффективности инвестиций: учебное пособие / А.И. Карпович. - Новосибирск: Новосибирский государственный технический университет, 2011. - 52 с. – ISBN 978-5-7782-1554-2

39. Коноплева Ю.А. Инвестиции. Практикум / Ю.А. Коноплева. - Ставрополь: Северо-Кавказский федеральный университет, 2016. - 104 с.

40. Кузнецов Б.Т. Рынок ценных бумаг: учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит» / Б.Т. Кузнецов. - М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. - 288 с. - ISBN 978-5-238-01945-1.

41. Кузнецова С.А. Инвестиции: учебное пособие / С.А. Кузнецова. - Электрон. текстовые данные. - Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. - 77 с.

42. Леонтьев, В. Е. Инвестиции: учебник и практикум для академического бакалавриата / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. М.: Издательство Юрайт, 2018. - 455 с. - (Серия: Бакалавр. Академический курс). – ISBN 978-5-9916-3957-6.

43. Ломакин Д.В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах/ Д.В. Ломакин - М.: Статут, 2008. - 511 с. – ISBN 978-5-8354-1381-2.
44. Нешиной А.С. Инвестиции: учебник для бакалавров / А.С. Нешиной. - М.: Дашков и К, 2016. - 352 с. – ISBN 978-5-394-02216-6.
45. Николаева И.П. Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / И.П. Николаева. - М. : Дашков и К, 2016. - 256 с. - ISBN 978-5-394-02413-9.
46. Основы портфельного инвестирования: учебник для бакалавриата и магистратуры / Т. В. Никитина, А. В. Репета-Турсунова, М. Фрёммель, А. В. Ядрин. - 2-е изд., испр. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2018. - 262 с. - (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). – ISBN 978-5-534-07092-7.
47. Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг / А.С. Селивановский - М.: Издательский дом Высшая школа экономики, 2014. - 508 с. – ISBN 978-5-7598-1083-4
48. Сергеев И. В. Инвестиции: учебник и практикум для прикладного бакалавриата / И. В. Сергеев, И. И. Веретенникова, В. В. Шеховцов. — 3-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство Юрайт, 2018. - 314 с. - (Серия : Бакалавр. Прикладной курс). – ISBN 978-5-534-03160-7.
49. Скрипниченко М.В. Портфельные инвестиции: учебное пособие / М.В. Скрипниченко. - СПб.: Университет ИТМО, 2016. - 42 с.
50. Стёпочкина Е.А. Экономическая оценка инвестиций: учебное пособие / Е.А. Стёпочкина. - Саратов: Вузовское образование, 2015. - 194 с.
51. Стефанова Н.А. Управление инвестициями: учебное пособие / Н.А. Стефанова. - Самара: Поволжский государственный университет телекоммуникаций и информатики, 2017. - 253 с.
52. Строгонова Е.И. Инвестиции. Практикум для бакалавров, обучающихся по направлению подготовки «Экономика», профиль «Финансы и кредит» /

Е.И. Строгонова, С.О. Кушу. - Краснодар, Саратов: Южный институт менеджмента, 2017. - 54 с

53. Таскаева Н.Н. Инвестиционный анализ: курс лекций / Н.Н. Таскаева, Т.Н. Кисель. - М. : Московский государственный строительный университет, 2016. - 100 с. - ISBN 978-5-7264-1261-0.

54. Теплова Т. В. Инвестиции: теория и практика: учебник для бакалавров / Т. В. Теплова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Издательство Юрайт, 2014. - 782 с. - (Серия : Бакалавр. Академический курс). – ISBN 978-5-534-01818-9.

55. Терешина Н.П. Экономическая оценка инвестиций: учебник / Н.П. Терешина, В.А. Подсорин. - М. : Учебно-методический центр по образованию на железнодорожном транспорте, 2016. - 272 с. – ISBN 978-5-89035-905-6.

56. Трофимов И.В. Инвестиционный анализ: учебное пособие / И.В. Трофимов, Д.А. Старков, М.Д. Старков. -Оренбург: Оренбургский государственный университет, 2015. - 111 с. - ISBN 978-5-7410-1366-3.

57. Турманидзе Т.У. Анализ и оценка эффективности инвестиций: учебник / Т.У. Турманидзе. - М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2014. - 247 с. – ISBN 978-5-238-02497-4.

58. Цибульникова В.Ю. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В.Ю. Цибульникова. - Томск: Томский государственный университет систем управления и радиоэлектроники, 2016. - 167 с.

59. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций / А.С. Шапкин, В.А. Шапкин. - М.: Дашков и К, 2014. - 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

60. Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Дж. Инвестиции: пер. с англ. . У.Ф. Шарп -М. : ИНФРА-М, 2010. - 1028 с. – ISBN 978-5-16-002595-7.

61. Шепелев В.В. Экономическая оценка инвестиций: учебное пособие / В.В. Шепелев. - Омск: Омский государственный технический университет, 2014. - 76 с. - ISBN 978-5-8149-1729-4.

62. Щербанин Ю.А. Мировая экономика: учебник для студентов вузов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», «Мировая экономика» / Ю.А. Щербанин. - 4-е изд. - М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. - 519 с. - ISBN 978-5-238-02262-8.

63. Аипов А.Н. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук «Финансовые механизмы управления портфелями паевых инвестиционных фондов» / А.Н.Аипов. - Краснодар. 2012 г. – 24 с.

64. Год паевого превосходства. Инвесторы принесли в розничные фонды более 70 млрд рублей [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3515387> (дата обращения: 10.01.2018).

65. Индекс потребительских цен (ИПЦ). [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/rates/79a3cc004a41fc37bdd8bf78e6889fb6 (дата обращения: 26.01.2018).

66. Количество паевых фондов на 26 .01.2018 [Электронный ресурс]. URL: http://www.nlu.ru/stat-count_pifs.htm (дата обращения: 26.01.2018).

67. Между ПИФом и депозитом. Россияне резко увеличили инвестиции в фондовый рынок [Электронный ресурс]. - URL: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/353211-mezhdu-pifom-i-depozitom-rossiyane-rezko-uvlechili-investicii-v> (дата обращения: 23.11.2017).

68. Паевые инвестиционные фонды (ПИФы). [Электронный ресурс]. - URL: <http://www.banki.ru/investment/mutual> (дата обращения: 30.03.2018).

69. Росстат подтвердил оценку инфляции за 2016 год на уровне 5,4%. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.interfax.ru/business/544752> (дата обращения: 30.03.2018).

70. Снижение ставок увеличит спрос на ПИФы. Исследование российского рынка коллективных инвестиций [Электронный ресурс]. - URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/473> (дата обращения: 23.11.2017).

71. Чистое привлечение средств в открытые фонды. [Электронный ресурс] - URL: <http://nlu.ru/pifs-privlechenie.htm> (дата обращения: 26.01.2018).

72. Top-10 идей на фондовом рынке России. [Электронный ресурс]. - URL: https://broker.vtb.ru/analytics/stock/industry/art_detail/1096690 (дата обращения: 30.04.2018).

73. Информационно-аналитический портал Investfunds [Электронный ресурс] - URL: <http://pif.investfunds.ru>.

74. Официальный сайт АО «ВТБ Капитал Управление активами» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.vtbcapital-am.ru>.

75. Официальный сайт АО «Сбербанк Управление Активами» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.sberbank-am.ru>.

76. Официальный сайт ООО УК «Райффайзен Капитал» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.raiffeisen-capital.ru>.

77. Официальный сайт ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс] - URL: <https://www.moex.com/>

78. Официальный сайт СПС«Консультант» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.consultant.ru>

79. Официальный сайт СРО «НАУФОР» [Электронный ресурс] - URL: <https://naufor.ru/>

80. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации [Электронный ресурс] - URL: <https://www.cbr.ru>

Приложение

Приложение 1

■ ПАО «Башнефть» (прив.) ■ ПАО «Газпром» ■ ПАО «ГМК «Норильский никель» ■ ПАО «НК «Лукойл» ■ ОАО «ММК»
■ ПАО «Сбербанк» (прив.)

