

*Дорожкина Евгения Владимировна, преподаватель, Сургутский
государственный педагогический университет*

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ В КОММЕРЧЕСКИХ БАНКАХ РФ И МОТИВЫ ИХ КАЧЕСТВЕННОГО УПРАВЛЕНИЯ

Аннотация: в статье рассматриваются особенности мотивационных факторов формирования и управления инвестиционным портфелем коммерческого банка, а также предлагается несколько эффективных вариантов портфелей при соблюдении мотивационного критерия.

Ключевые слова: мотивация, инвестиционный портфель, управление инвестиционным портфелем, рынок ценных бумаг.

Annotation: the article discusses the features of motivational factors in the formation and management of the investment portfolio of a commercial bank, and also suggests several effective portfolio options, subject to the motivational criterion.

Keywords: motivation, investment portfolio, investment portfolio management, stocks and bonds market.

Рынок ценных бумаг, на сегодняшний день, оказывает значительное влияние на банковский сектор. Сегодня банк это не только финансово-кредитная организация, осуществляющая исключительно банковские операции, но и профессиональный участник рынка ценных бумаг. Согласно ФЗ № 395-1 от 02.12.1990 «О банках и банковской деятельности»: «Кредитная организация имеет право осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии с федеральными законами» [1]. Лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, банк

может получить в порядке установленным №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 (ред.от 27.12.2018). Согласно данному закону, он регулирует: «отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг»[2]. Таким образом, банк занимается инвестиционной деятельностью. Основная цель такой деятельности для банка — это максимизация дохода. С этой целью банк осуществляет инвестиции. И в связи с этим возникает вопрос, о мотивах управленческих решений в области формирования, управления портфелями инвестиций коммерческими банками.

Проблеме формирования инвестиционных портфелей и мотивационных факторов было посвящено множество трудов отечественных и зарубежных авторов. Изучая данный вопрос, необходимо рассмотреть понятие «инвестиции». Согласно № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1992 (ред. от 25.12.2018) под инвестициями понимается: «денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта»[3].

Рассмотрим особенности формирования инвестиционного портфеля в коммерческих банка и основные мотивы принятия данных решений. Для этого, проведем анализ его структуры за период 2016-2018 гг., которая представлена в таблице 1 – Структура инвестиционного портфеля ПАО «Сбербанк» за период 2016-2018 гг.

Таблица 1 Структура инвестиционного портфеля ПАО «Сбербанк» за период 2016-2018 гг.

Вид ценной бумаги	Стоимость (млрд.руб.)			доля, %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
ОФЗ	1019,1	1355,2	1647,5	37,5	41,2	43,9
Корпоративные облигации	913,9	1132,6	1194,5	33,6	34,4	31,9
Иностранные государственные и муниципальные облигации	348,6	292,8	137	12,8	8,9	3,7
Еврооблигации РФ	273,6	235,1	265	10,1	7,2	7,1
Российские муниципальные и субфедеральные облигации	78,7	122,1	161,6	2,9	3,7	4,3
Ипотечные облигации	0	45,6	80,2	-	1,4	2,1
Облигации Банка России	0	10,2	189,2	-	0,3	5
Векселя	0,4	1,4	1,4	0	0	0
<i>Итого долговых ценных бумаг</i>	2634,3	3195	3676,4	0	97,1	98
Корпоративные акции	71	83,1	57,3	96,9	2,6	1,6
Паи инвестиционных фондов	12,2	11,3	15,8	2,7	0,3	0,4
Итого ценных бумаг	2717,5	3289,4	3749,5	100	100	100

Источник: Годовые отчеты Сбербанка [Электронный ресурс]// © Сбербанк России, 2017.-

URL: <https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/reports-and-publications/annual-reports> [4].

По данным годовых отчетов Сбербанка видно, что происходил рост портфельных инвестиций. Доля долговых ценных бумаг значительно возросла за 3 года. Если в 2016 году их доля была равна 0, то уже 2017 и 2018 годы они составили более половины портфеля Сбербанка- это около 97% в 2017 и 98% в 2018 году. Рассматривая более подробно структуру долговых ценных бумаг, можно отметить, что за все три года наибольшую долю в них составили облигации федерального займа (ОФЗ). При этом, наблюдается рост ОФЗ в 2017 году на 3,7 % а в 2018 году на 2,7%. Также, значительную долю по статье «Долговые ценные бумаги» составили корпоративные облигации. В 2016 году они составили 33,6% в портфеле банка, в 2017 году они выросли на 0,8%, а в 2018 году они произошло снижение 2,5%.

По статье «Иностранные государственные и муниципальные облигации» наблюдается тенденция к снижению. Так, в 2017 году они снизились на 3,9%, а в 2018 – на 5,2%. Подобная тенденция наблюдается и по статье

«Еврооблигации РФ», которые снизились в 2017 году на 2,9%, а в 2018 году -на 0,1%.

Как видно из анализа структуры инвестиционного портфеля ПАО «Сбербанк», основную его часть составляют облигации федерального займа и корпоративные облигации.

Т.к. в структуре инвестиционного портфеля Сбербанка преобладают ОФЗ и корпоративные облигации, то анализировать данный портфель по продолжительности инвестиционного периода можно опираясь на эти виды ценных бумаг. ОФЗ является ценной бумагой, которые по сроку обращения относятся к долгосрочным ценным бумагам. Необходимо отметить, что: «Данный вид имеет длительный срок обращения – от 1 года до 30 лет» [5]. Если рассматривать корпоративные облигации, то их срок обращения может быть любым, так: «Краткосрочные: от 3 месяцев до 1 года. Наиболее распространенный инструмент на российском рынке корпоративных облигаций. Среднесрочные: от 1 года до 5 лет. Основная масса эмитентов представлена нефтяными, газовыми и энергетическими компаниями. Долгосрочные: со сроком обращения более 5 лет» [5]. Отсюда следует, что данный портфель можно отнести к долгосрочному инвестиционному портфелю.

С точки зрения ликвидности инвестиционного портфеля, портфель Сбербанка можно отнести к низколиквидному портфелю, т.к. в данном портфеле преобладают выше рассмотренные ОФЗ, которые являются по сроку обращения долгосрочными ценными бумагами.

Анализируя инвестиционный портфель Сбербанка, с точки зрения налогообложения, его можно отнести к портфелю, имеющим льготное налогообложение. Согласно НК РФ, операции с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами подлежат налогообложению, при этом в ст. 226.1 НК РФ указано следующее: «Налоговая база по операциям с ценными бумагами, по операциям с производными финансовыми инструментами, по операциям РЕПО с ценными бумагами и по операциям

займа ценными бумагами определяется налоговым агентом по окончании налогового периода, если иное не установлено настоящей статьей»[3], при этом, необходимо учитывать, что: «Суммы процентов по ОФЗ и муниципальным облигациям налогом не облагаются»[5].

Таким образом, проанализировав инвестиционный портфель Сбербанка, можно отметить следующее, что за счет преобладания большей доли ОФЗ и корпоративных облигаций в структуре портфеля, данный портфель был охарактеризован как низколиквидный, за счет того, что ОФЗ являются ценными бумагами, срок обращения которых относится к долгосрочному периоду, как следствие, данный портфель по инвестиционному периоду относится к долгосрочному инвестиционному портфелю. Инвестиционный портфель Сбербанка можно отнести к портфелю дохода, т.к. основную долю за анализируемые периоды с 2016 по 2018 гг. в структуре портфеля составляли облигации.

Что касается уровня риска управления, то его можно отнести его к портфелю с минимальным уровнем риска, что связано с наличием в нем корпоративных облигаций, а также ОФЗ. Данному портфелю, также присуще льготное налогообложением, что связано с тем, что суммы процентов по ОФЗ и муниципальным облигациям не облагаются налогом. В качестве особенностей формирования инвестиционного портфеля в коммерческих банках, на основе результатов проведенного анализа структуры инвестиционного портфеля ПАО «Сбербанк», можно выделить ориентированность коммерческих банков при формировании портфелей на умеренный портфель роста, особенностью которого, как было рассмотрено при анализе, заключается в том, что в них преобладают как высокодоходные бумаги с высокой степенью риска, так и низкодоходные надежные бумаги, типа государственных облигаций, и ориентированность их на прирост капитала в долгосрочном периоде.

Рассмотрим портфель 2016 года, основные параметры которого представлены в таблице 2 – Параметры портфеля 2016 года:

Таблица 2. Параметры портфеля 2016 года

Вид ценной бумаги	Стоимость ценной бумаги (млрд. руб.)		r (%)	σ (%)
	на начало 2016	на конец 2016		
ОФЗ	872,2	1019,1	17%	10%
Корпоративные облигации	1156,9	913,9	-21%	12%
Иностранные государственные и муниципальные облигации	413	348,6	-16%	6%
Еврооблигации РФ	325,7	273,6	-16%	5%
Российские муниципальные и субфедеральные облигации	76,4	78,7	3%	1%
Ипотечные облигации	0	0	0%	0%
Облигации Банка России	0	0	0%	0%
Векселя	0,4	0,4	0%	0%
Итого долговых ценных бумаг	2844,6	2634,3	-	-
Корпоративные акции	56,2	71	26%	4%
Паи инвестиционных фондов	5,2	12,2	135%	9%
Итого ценных бумаг	2906	2717,5	128%	47%

Источник: Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]// © Интерфакс-ЦРКИ 2019.- URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043> [6].

На первом этапе необходимо зафиксировать портфель с нулевой итерацией. Для этого необходимо выделить актив с максимальной доходностью, которым, по данным таблицы 2, являются паи инвестиционных фондов. Данный актив будет основным, при составлении вариантов оптимальных портфелей, именно ему на 1 шагах итерации будет принадлежать основная доля в портфеле и от него будет происходить распределение оставшихся долей по ценным бумагам в портфеле.

В ходе решения оптимизационной задачи, при составлении портфеля 2016 года, а также последующих оптимальных вариантов, отбиралось не более 4 видов ценных бумаг, доходность которых оказалась наибольшей. Для решения оптимизационной задачи были отобраны следующие данные из таблицы 2, которые представлены в таблице 3- Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2016 года:

Таблица 3. Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2016 года

№ п/п	Актив	г, % год	δ, % год
1	Российские муниципальные и субфедеральные облигации	3	1
2	ОФЗ	17	10
3	Корпоративные акции	26	4
4	Паи инвестиционных фондов	135	9

Анализируя значения, представленные в данной таблице, можно отметить следующую тенденцию, связанную с постепенным ростом минимального градиента, который получается при сочетании в портфеле двух ценных бумаг - это паи инвестиционных фондов и корпоративные акции. С ростом минимального градиента выполнение алгоритма прекращается и начинается отбор оптимальных вариантов портфелей для инвестора. В данном примере алгоритм заканчивается на 15 шаге (5 итерация), т.к. дальше минимальный градиент растет. Соблюдая условие, которое действует для градиента, представленное в параграфе 1.4, инвестору предлагается на выбор 15 альтернативных вариантов оптимальных инвестиционных портфелей.

В общем оптимизационная задача может быть решена одним из двух путей, в зависимости от того, какой инвестор, от его выбора и мотивов. Варианты портфелей состоящие из таких ценных бумаг как паи и корпоративные акции являются наиболее доходными.

Рассмотрим портфель 2017 года, параметры которого представлены в таблице 4 - Параметры портфеля 2017 года:

Таблица 4. Параметры портфеля 2017 года

Вид ценной бумаги	Стоимость ценной бумаги (млрд. руб.)		r (%)	σ (%)
	на начало 2017	на конец 2017		
ОФЗ	1019,1	1355,2	33%	3681%
Корпоративные облигации	913,9	1132,6	24%	3365%
Иностранные государственные и муниципальные облигации	348,6	292,8	-16%	1711%
Еврооблигации РФ	273,6	235,1	-14%	1533%
Российские муниципальные и субфедеральные облигации	78,7	122,1	55%	1105%
Ипотечные облигации	0	45,6	0%	675%
Облигации Банка России	0	10,2	0%	319%
Векселя	0,4	1,4	250%	118%
Итого долговых ценных бумаг	2634,3	3195		
Корпоративные акции	71	83,1	17%	912%
Паи инвестиционных фондов	12,2	11,3	-7%	336%
Итого ценных бумаг	2717,5	3289,4	342%	13757%

Источник: Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]// © Интерфакс-ЦРКИ 2019.- URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043> [6].

Для решения оптимизационной задачи для портфеля 2017 года были выбраны следующие данные из таблицы 4, которые представлены в таблице 5 - Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2017 года:

Таблица 5. Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2017 года

№ п/п	Актив	г, % год	δ, % год
1	Корпоративные облигации	24	6
2	ОФЗ	33	1
3	Ипотечные облигации	55	4
4	Векселя	250	4

Источник: Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]// © Интерфакс-ЦРКИ 2019.- URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043> [6].

Анализируя получившиеся значения градиента, можно отметить, что минимальный градиент, который получается при сочетании такого наиболее доходного актива как вексель с менее доходными ипотечными облигациями, получается наименьшим, чем при сочетании ипотечных облигаций с другими активами. После 12 шага градиентного алгоритма (итерация 4), наблюдается рост минимального градиента. Отсюда следует, что инвестор может выбрать оптимальный портфель из 12 альтернативных вариантов, ориентируясь на свои предпочтения.

В заключении рассмотрим решение оптимизационной задачи для инвестиционного портфеля ПАО «Сбербанк» 2018 г., параметры которого представлены в таблице 6 - Параметры портфеля 2018 года:

Таблица 6. Параметры портфеля 2018 года

Вид ценной бумаги	Стоимость ценной бумаги (млрд. руб.)		г (%)	σ (%)
	на начало 2017	на конец 2017		
ОФЗ	1355,2	1647,5	22%	109%
Корпоративные облигации	1132,6	1194,5	5%	102%
Иностранные государственные и муниципальные облигации	292,8	137	-53%	46%
Еврооблигации РФ	235,1	265	13%	46%

Российские муниципальные и субфедеральные облигации	122,1	161,6	32%	32%
Ипотечные облигации	45,6	80,2	76%	16%
Облигации Банка России	10,2	189,2	1755%	352%
Векселя	1,4	1,4	0%	4%
Итого долговых ценных бумаг	3195	3676,4		
Корпоративные акции	83,1	57,3	-31%	27%
Паи инвестиционных фондов	11,3	15,8	40%	9%
Итого ценных бумаг	3289,4	3749,5	1858%	743%

Источник: Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]// © Интерфакс-ЦРКИ 2019.- URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043> [6].

Для решения оптимизационной задачи были выбраны следующие данные из таблицы 7, которые представлены в таблице 7 - Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2018 года:

Таблица 7. Данные для решения оптимизационной задачи для портфеля 2018 года

№ п/п	Актив	r, % год	δ, % год
1	ОФЗ	22	109
2	Российские муниципальные и субфедеральные облигации	32	32
3	Паи инвестиционных фондов	40	9
4	Ипотечные облигации	76	16

Анализируя получившиеся значения градиента, можно отметить, что минимальный градиент, который получается при сочетании ипотечных облигаций и паев инвестиционных фондов. Анализируя получившиеся значения градиента, можно отметить, что минимальный градиент, который получается при сочетании ипотечных облигаций и паев инвестиционных фондов. После 12 шага градиентного алгоритма (итерация 4), наблюдается рост минимального

градиента. Отсюда следует, что инвестор может выбрать оптимальный портфель из 12 альтернативных вариантов, ориентируясь на свои предпочтения.

Подводя итог, по проведенной оценке, инвестиционных портфелей ПАО «Сбербанк» за период 2016-2018 гг. для каждого года можно предложить свою оптимальную структуру портфеля. Так, ориентируясь на условия градиентного алгоритма, для 2016 года в качестве оптимальной структуры инвестиционного портфеля можно рассмотреть вариант портфеля, который получился на 3 шаге итерации (паи и корпоративные акции), как наиболее доходного и в то же время рискованного инвестиционного портфеля, что более свойственно позициям агрессивного инвестора.

Для 2017 года при выборе оптимальной структуры портфеля можно сориентироваться на варианты инвестиционных портфелей с меньшим риском, что как правило присуще позициям консервативного инвестора, например сочетание в портфеле векселей и ипотечных облигаций в пропорциях, которые представлены на 11 шаге градиентного алгоритма 2017 года. В данном портфеле представляет собой сочетание ОФЗ, векселей, ипотечных облигаций, при этом 10 % перенаправлено из наиболее доходного актива-векселя (60%) к ОФЗ. Из предложенных вариантов оптимальных портфелей, в нем наименьший уровень риска. В данном случае работает принцип диверсификации. В этом портфеле более широкое распределение по долям и, как следствие, более низкий уровень риска.

Варианты портфелей, рассмотренные в 2018 году, значительно отличаются от предыдущих не только структурой, но и уровнем доходности. В данном случае доходности портфелей очень низкие, однако риски очень высоки. Можно также, как и в 2016 году ориентироваться на значения риска. Однако, в этом случае, учитывая предыдущие варианты, к оптимизации структуры инвестиционного портфеля можно подойти с другой стороны. Как уже было отмечено в работе, в предложенных вариантах есть портфели, которые одинаковы по доходности, но разные по уровню риска. Чтобы не рассматривать низкодоходные варианты и варианты с высоким риском, можно

отобрать варианты портфелей, с одинаковыми доходностями, а далее сориентироваться на тот риск, который будет более приемлем. В расчетах есть варианты портфелей с доходностями 71%, которая получается при сочетании в портфеле ОФЗ, паев и ипотечных облигаций, при условии что 10% перенаправляется с ипотечных облигаций ОФЗ, при условии что 80%, либо при сочетании в портфеле Российских муниципальных и субфедеральных облигаций, паев и ипотечных облигаций, с которых 10% перенаправляется ОФЗ, при условии, что ипотечных облигаций 70%. Ориентируясь на вариант с меньшим риском оптимальной структурой в 2018 году, будет портфель из муниципальных и субфедеральных облигаций, паев и ипотечных облигаций.

Таким образом, выбор оптимальной структуры портфеля зависит от позиции инвестора или управляющего инвестиционным портфелем. Важно обращать внимание на показатели риска, доходности, а также соотношения низкодоходных и высокодоходных ценных бумаг в портфеле.

Библиографический список:

1. Федеральный закон "О банках и банковской деятельности" от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 28.11.2018) //Справочно-правовая система «Консультант Плюс»: [Электронный ресурс]/ СПС «Консультант Плюс».
2. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 (ред.от 27.12.2018) //Справочно-правовая система «Консультант Плюс»:[Электронный ресурс]/ СПС «Консультант Плюс».
3. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая): федер. Закон от 05.08.2000 (ред от 01.05.2019)//Справочно-правовая система «Консультант Плюс»:[Электронный ресурс]/ СПС «Консультант Плюс».
4. Годовые отчеты Сбербанка [Электронный ресурс]// © Сбербанк России, 2017.-URL: <https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/reports-and-publications/annual-reports>.

5. Что такое ОФЗ с практической точки зрения и какие они бывают?
[Электронный ресурс]// © OFZDohod.ru 2018 - 2019.- URL:
<https://ofzdohod.ru/bonds/ofz/что-такое-ofz/>.

6. Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный
ресурс]// © Интерфакс-ЦРКИ 2019.- URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>.