

Санкт-Петербургский государственный университет

АЛИЕВ Эльчин Этибар оглы

Выпускная квалификационная работа

**ФИНАНСОВЫЕ СТРАТЕГИИ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА НА
РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Направление 38.04.08 «Финансы и кредит»

Основная образовательная программа магистратуры «Финансовые рынки и банки»

«Финансовые рынки: инструменты и технологии»

Научный руководитель: к.э.н., доцент

ДАРУШИН Иван Александрович

Рецензент: заместитель ген. директора

ООО «Сбондс.ру»

ВАСИЛЬЕВ Константин Геннадьевич

Санкт-Петербург

2020

Содержание

Введение.....	3
Глава 1. Текущее состояние российского фондового рынка.....	6
1.1 Регулирование фондового рынка.....	6
1.2 Российский рынок розничных брокерских услуг.....	9
1.3 Основные виды инструментов инвестирования.....	18
Глава 2. Характеристика и особенности основных финансовых стратегий.....	33
2.1 Классификация финансовых стратегий.....	33
2.2 Высокодивидендные стратегии на примере стратегии Dogs of the Dow	39
2.3 Стратегия «относительной стоимости».....	44
2.4 Стратегии, основанные на моментум-эффекте.....	48
Глава 3. Анализ эффективности финансовых стратегий.....	53
3.1 На примере стратегии Dogs of the Dow	53
3.2 На примере стратегии «относительной стоимости».....	58
3.3 На примере стратегий, основанных на моментум-эффекте.....	61
Заключение.....	63
Список использованной литературы.....	66

Введение

Глобализация мировых рынков, электронизация биржевой торговли, отсутствие барьеров при движении финансового капитала, падение доходности банковских вкладов – всё это привело к возрастанию роли и значения ценных бумаг, что сделало их одним из наиболее популярных инвестиционных инструментов, как у профессиональных участников рынка, так и у частных инвесторов. Многообразие ценных бумаг, отличающихся различными показателями доходности, риска и ликвидности, подтолкнуло частных инвесторов к необходимости вырабатывать навыки построения эффективных инвестиционных портфелей и финансовых стратегий. В настоящее время появились новые способы увеличения своего дохода, которых не было ранее у частных инвесторов: в качестве источника дохода теперь стала выступать не только заработная плата, но и доходы от владения ценными бумагами.

На процесс формирования и выбора финансовых стратегий частных инвесторов влияет множество объективных и субъективных факторов: развитость финансовых институтов, достоверность и информационная доступность об инвестиционных продуктах, степень информированности о возможностях финансовых вложений, уровень дохода, опыт сберегательной и инвестиционной деятельности, финансовая грамотность, а также доверие к финансовым институтам и уровень финансовой культуры в целом. Но, к сожалению, на текущий момент лишь малая часть населения РФ может продемонстрировать высокий уровень дохода, финансовой грамотности и культуры при имеющемся положительном сберегательном и инвестиционном опыте и доверии финансовому сектору, что способствует популярности среди населения самой простой финансовой стратегии – вложения личных сбережений на банковский вклад.

Перед Россией теперь стоит задача перетока средств населения с банковских вкладов на фондовый рынок путем формирования программ привлечения внутренних инвестиций, использования механизмов стимулирования инвестиционной деятельности и создания системы инвестиционных фондов различных типов, что в конечном итоге должно привести к повышению активности экономического поведения населения. Успешным примером можно назвать создание и внедрение ИИС в 2015 году, который получил популярность среди населения, что многократно увеличило частные инвестиции на российском фондовом рынке. Но для продолжения данной тенденции необходимо преодоление серьезных проблем, которые стоят барьером для вливания сбережений населения в инвестиционный капитал, - низкий уровень доверия населения к финансовой системе в целом, неразвитость инвестиционных механизмов, отсутствие единой нормативно-правовой базы. Преодоление данных барьеров способно послужить источником инвестиционных ресурсов для эффективной реструктуризации и оздоровления отечественной экономики.

Нынешняя непростая экономическая ситуация, подпитываемая нестабильностью геополитического положения, девальвацией национальной валюты и снижением доходности традиционных инструментов инвестирования, способна изменить предпочтения граждан, которые отказываются от накопления сбережений или хранения их на вкладах, отдавая предпочтение инвестированию на фондовом рынке.

Целью выпускной квалификационной работы является выявление наиболее подходящих финансовых стратегий для частного инвестора на российском фондовом рынке с учётом его специфики и особенностей.

В связи с поставленной целью были сформулированы и решены следующие **задачи**:

- Рассмотреть основные виды инструментов инвестирования
- Выявить наиболее изученные и популярные на рынке инвестирования финансовые стратегии
- Предложить авторские модификации каждой стратегии
- Провести практические расчеты рассмотренных в работе стратегий на примере российских компаний
- Сделать выводы об апробации полученных результатов

Структура работы представлена в 3 главах: первая глава носит вводный и теоретический характер, во второй (основной) главе обосновываются методологические аспекты работы, которые являются фундаментом для практических расчетов в третьей главе. В 1 главе работы раскрываются текущее состояние российского фондового рынка в различных аспектах и основные виды инструментов инвестирования доступных для частного инвестора на российском фондовом рынке. В главе упор сделан на основные и самые понятные инструменты: облигации как основной инструмент долгового рынка, акции – долевого рынка, а также более современный вид – корпоративное инвестирование. Во 2 и основной главе работы рассматриваются наиболее популярные и изученные стратегии на финансовых рынках. В первую очередь будут рассмотрены следующие стратегии: высокодивидендные стратегии на основе стратегии Dogs of the Dow, стратегии «относительной стоимости», а также стратегии, основанные на моментум-эффекте. Третья глава работы является практической и расчетной: в ней на числовых примерах будут апробированы все предложенные авторские модификации стратегий и, исходя их результатов исследований за прошлые годы, будут сделаны выводы об эффективности предложенных авторами моделей.

С приходом цифровизации и постоянным развитием технологий усиливается и конкуренция на фондовых рынках. Частные инвесторы пытаются найти все новые стратегии, которые приносили бы им желаемую доходность при стабильном уровне риска. Либо же они прибегают к общеизвестным и уже «показавшим себя» стратегиям, изменяют их, подстраивая

их под себя. Вопрос создания новых и собственных стратегий или модификации уже существующих всегда будет стоять перед инвесторами, это и обуславливает **актуальность темы ВКР**.

Научная новизна работы заключается в предложенных автором различных модификаций общеизвестных стратегий с учетом особенностей и специфики российского фондового рынка, а также апробация данных стратегий с целью обоснования их приемлемости именно для российского фондового рынка. В работе планируется проведение расчетов по всем видам рассмотренных стратегий, будут рассмотрены стратегии в их первоначальном виде и в изменённом виде (с учётом различных модификаций, предложенных автором). Сравнение полученных результатов, а также выводы об исторической эффективности и работоспособности стратегий несут весомую **практическую значимость** как для будущих исследователей данной тематики, так и для частных инвесторов, желающих опробовать данные стратегии на российском фондовом рынке.

Объектом исследования в выпускной квалификационной работе являются различные финансовые стратегии частных инвесторов на фондовом рынке.

Предметом исследования являются методы определения степени эффективности финансовых стратегий для инвесторов на российском фондовом рынке.

Глава 1. Текущее состояние российского фондового рынка

1.1 Регулирование фондового рынка

Инвестиции играют ключевую роль для экономического роста любой страны, поскольку инвестиции – это дополнительный источник капитальных вложений в национальное производство, источник появления новых технологий и инноваций. Для планомерного осуществления инвестиционной деятельности необходимо государственное регулирование данного рынка. Под государственным регулированием рыночной экономики, в том числе и рынка ценных бумаг, принято понимать систему мер экономического, правового и организационного воздействия, устанавливающую ограничения и правила, а также ответственность за их неисполнение¹. Государственное регулирование фондового рынка служит гарантией выполнения положений законодательства и нормативных документов, очерчивающих обязательства и права любого участника в различных сегментах деятельности рынка ценных бумаг – от оформления выпуска ценных бумаг (ЦБ), до привилегий государственного управления в сфере рыночного контроля².

Регулирование фондового рынка государством осуществляется с определёнными целями:

1. Создание единой устойчивой системы для эффективного функционирования фондового рынка и его профессиональных участников.
2. Поддержка финансовой стабильности страны.
3. Поддержание существующих и создание новых, необходимых для общества, рынков.
4. Обеспечение свободного процесса ценообразования на фондовом рынке в зависимости от спроса и предложения.
5. Защита интересов и прав всех участников фондового рынка, в том числе розничных инвесторов.

Индивид становится розничным инвестором в тот момент, когда после заключения договора с брокерской компанией, он вкладывает свои средства в какие-либо ценные бумаги на фондовом рынке. В этот же момент (уже у инвестора) возникает ряд прав, соблюдение которых обеспечивается государством как раз посредством регулирования. Основными правами розничного инвестора при осуществлении своей деятельности на фондовом рынке является³:

¹ Кистаева Н.Н. Государственное регулирование рынка ценных бумаг на современном этапе // Вестник Псковского государственного университета. Серия: Экономика. Право. Управление. 2016. №3. – С.70-78.

² Зверев А.В., Мандрон В.В., Мишина М.Ю. Формирование российской модели регулирования финансового рынка через построение мегарегулятора // Вестник НГИЭИ. – 2018. №7 (86). С.117-131.

³ Земцов А.А., Цибульникова В.Ю. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2016. №3 (35). С.107-123.

1. Право на своевременное получение всей необходимой и достоверной информации об участниках фондового рынка (о состоянии эмитента, ценных бумаг).
2. Право на доступ к любым инструментам фондового рынка в соответствии с уровнем инвестора.
3. Право на получение прибыли.
4. Право на защиту от недобросовестной деятельности других участников фондового рынка, которые повлекли за собой убытки для розничного инвестора.
5. Возможность защиты своих прав в судебном или ином процессуальном порядке.

На текущий момент основными документами, регулирующими взаимоотношения участников и защищающими права инвесторов на российском фондовом рынке, являются №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Закон РФ №2300-1 «О защите прав потребителей». Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» - это основной документ, который регулирует взаимоотношения между непрофессиональными участниками фондового рынка, в том числе и розничными инвесторами. Целями данного закона «являются обеспечение государственной и общественной защиты прав и законных интересов физических и юридических лиц, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги, а также определение порядка выплаты компенсаций и предоставления иных форм возмещения ущерба инвесторам — физическим лицам, причиненного противоправными действиями эмитентов и других участников рынка ценных бумаг на рынке ценных бумаг»⁴. В Законе «О рынке ценных бумаг» в основном акцент сделан на правовые аспекты регулирования фондового рынка: государственная регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них; установление обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и ее стандартов; лицензирование деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; запрещение и пресечение деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии; создание системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг⁵.

Коновалова и Гибадулинова в своей работе «Периодизация развития регулирования финансовых рынков в России и за рубежом, создание мегарегулятора» выделяют 3 основных этапа государственного регулирования фондового рынка в России. Первый этап (этап

⁴ Пахутко О.П. Правовое регулирование рынка ценных бумаг // Банковское право. 2013. № 2. С. 35–40.

⁵ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) «О рынке ценных бумаг».

становления) начинается с принятия в 1996 году Федерального закона №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и создания Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, которая в лице государства и стала регулятором фондового рынка. Позже, в 2004 году, на замену данной комиссии была создана ФСФР России, которой перешли обязанности по регулированию фондового рынка. Это является началом второго этапа. Данный этап, в отличие от первого этапа, характеризуется более широким регулированием рынка: например, в 2011 под регулирование ФСФР также перешел и страховой рынок России. Третий этап, который продолжается и по сей день, начался в 2013 году, когда после принятия №251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному Банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков», ЦБ РФ стал новым мегарегулятором финансовых рынков в России.

Передача регулирования финансовых рынков ЦБ РФ была связана с необходимостью перехода к консолидированному регулированию рынков, при котором различные функции и сектора рынка интегрируются в руках у единого органа, что приводит к более четкому функционированию и координации всей системы в целом. Таким образом, Россия перешла к «интегральной» модели, при которой все функции регулирования финансовых органов сосредоточены в рамках только одного, единого органа (ЦБ РФ). Но выбор именно Центрального Банка этим единым органом вызвало много вопросов у экспертов: во-первых, вырисовывается конфликт интересов, поскольку ЦБ не только устанавливает правила игры на финансовом рынке, но и одновременно осуществляет контроль за их выполнением, а также проводит оценку эффективности реализуемых мероприятий; во-вторых, существуют опасения, что ЦБ будет уделять недостаточное внимание финансовому рынку и просто перенесет на него методы регулирования и управления банковской системой⁶. Тем не менее, несмотря на весь скептицизм, ЦБ РФ в роли мегарегулятора финансовых рынков России внедрил целый ряд новшеств, определивших дальнейший вектор развития всех рынков и повысивших их эффективность:

1. Ужесточение требований к лицензированию профессиональных участников фондового и страхового рынков (по аналогии с банковской сферой). К сожалению, это привело к лишению лицензий у многих компаний, что в свою очередь приводит к снижению конкуренции.
2. Переход на новый формат отчетности участников финансовых рынков.

⁶ Куликова Е.И. Развитие российского фондового рынка под воздействием изменений в финансовом регулировании // Финансовая жизнь. 2018. №1. С.95-99.

3. Взаимодействие с участниками рынка в вопросах регулирования: ЦБ РФ идет на встречу компаниям, выслушивая их мнения и вопросы в вопросах регулирования рынков.

В целом можно сказать, что ЦБ РФ в рамках мегарегулятора финансовых рынков России выполняет свои функции, которые определены законодательством, но принимаемые меры не приводят ни к росту капитализации финансовых рынков, ни к повышению их роли как драйвера экономического роста страны. Для достижения данных целей необходимо преодоление тех проблем, которые сейчас существуют в регулировании финансовых рынков: недостаточное взаимодействие между участниками рынка и регулятором (ЦБ РФ); отсутствие единой системы законодательства в области регулирования финансовых рынков; недостаточно жесткое регулирование и пресечения практик использования инсайдерской информации и манипулирования рынком крупных игроков. Таким образом, следует признать, что хоть на данный момент государство и придает большое значение развитию фондового рынка, но регулирование данного рынка не отличается большой эффективностью. В связи с этим, мы считаем, что именно создание единой нормативно-правовой базы по регулированию фондового рынка РФ способно стать тем ключевым фактором, способствующим активизации инвестиционной деятельности и улучшению инвестиционной привлекательности страны, а также поступлению долгосрочных инвестиций через фондовый рынок в реальный сектор экономики и в научно-технические инновации.

1.2 Российский рынок розничных брокерских услуг

Развитие фондового рынка

Фондовый рынок – это тот сектор глобального финансового рынка, на котором различные группы профессиональных участников (инвесторы, банки, биржи, брокеры и т.д.) ежесекундно совершают тысячи финансовых операций с ценными бумагами: акциями, облигациями, структурными продуктами, деривативами, фьючерсами и т.д. С каждым годом значение фондового рынка для экономик различных стран возрастает, ведь именно эффективное функционирование фондового рынка способно дать толчок к развитию и росту национальной экономики. Датой становления фондового рынка современной России принято считать 1992 год, когда при переходе от командной экономики к рыночной было принято решение о создании частной собственности путем выпуска государственных долгосрочных облигаций: государственные предприятия преобразовывались в акционерные общества и

переходили в руки частных лиц⁷. На текущий момент фондовый рынок России находится на стадии становления, но глобализация, увеличение объема трансграничных инвестиционных сделок, всё большая привлекательность российских эмитентов на международной арене – всё это может способствовать новой эре развития фондового рынка в России.

Кроме внешних положительных факторов существуют внутренние факторы роста – преимущества российского фондового рынка:

1. Российский фондовый рынок на данный момент остается одним из самых недооценённых в мире: по большинству финансовых мультипликаторов российские эмитенты дешевле своих иностранных аналогов⁸.
2. Наблюдается колоссальный рост заинтересованности в финансовых активах со стороны частных инвесторов. Данная тенденция возникла в связи с созданием ИИС, а также мерами различных регуляторов по увеличению финансовой грамотности населения. Вливание денег частных инвесторов на рынок позволит российским компаниям привлечь дополнительные инвестиции для своей деятельности.

Наряду с плюсами, фондовый рынок России имеет ряд существенных недостатков, преодоление которых является важным шагом к дальнейшему развитию:

1. Слабое развитие инфраструктуры фондового рынка: небольшое количество компаний-эмитентов, отсутствие конкуренции среди брокерских фирм, недостаточная защита интересов частных инвесторов.
2. Нормативно-правовые акты, регламентирующие деятельность профессиональных участников фондового рынка, постоянно меняются, что не дает инвесторам уверенности и гарантий, а также негативно сказывается на развитии рынка в целом.
3. Незрелое коллективное инвестирование через систему паевых фондов: так, на конец 2019 года объем активов инвестиционных фондов всех типов в России составил порядка 906 млрд. рублей, тогда как в «Стратегии развития финансовых рынков Российской Федерации до 2020 года» плановый объем активов должен был составлять 17 трлн. рублей. К сравнению, в США – крупнейшей стране по объемам активов инвестиционных фондов – данный показатель равен 7 трлн. долларам, что в 600 раз больше, чем в России⁹.

⁷ Шеин С.А., Постникова А.В. Анализ развития фондового рынка в современных экономических условиях. // Наука XXI века: актуальные направления развития. – 2019. №2(2). – С.90-97.

⁸ Стерн А.А., Быстрова Д.А. Современное состояние и институциональные особенности российского фондового рынка. // Фундаментальные исследования. – 2018. №7. – С.172-179.

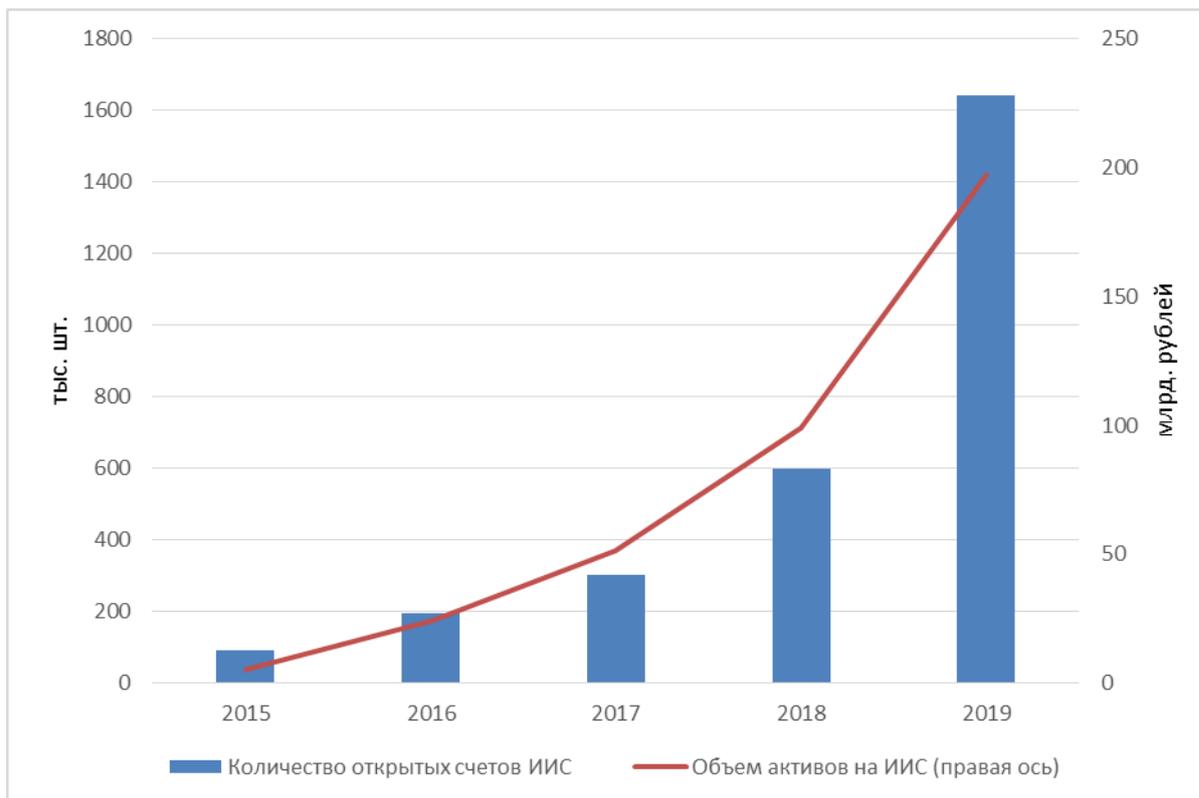
⁹ Дубовка Е.Ю., Дикарева И.А. Российский фондовый рынок: современное состояние и перспективы развития. // Экономика, бизнес, инновации. – 2018. – С.188-190.

По уровню развития фондового рынка Россия на данный момент уступает развитым странам. Для дальнейшего роста российского фондового рынка необходимо улучшить инвестиционный климат за счет изменения нормативно-правовой базы, уменьшение негативного влияние внешних и геополитических санкций, постепенного ухода от сырьевой экономики и развитие более технологичных отраслей экономики.

Индивидуальный инвестиционный счет

С 1 января 2015 года в 3 главу ФЗ №39 «О рынке ценных бумаг» была добавлена статья 10.2-1. Данная поправка дала старт программе индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). ИИС предназначен для обособленного учета денежных средств и ценных бумаг частных инвесторов на основании договора брокерского обслуживания или договора доверительного управления. Основной целью создания ИИС было привлечение дополнительных средств на фондовый рынок за счет роста числа частных инвесторов. В отличие от обычных инвестиционных счетов, особенностью ИИС является возможность использования налоговых вычетов – это и послужило основным фактором привлечения средств у населения. Помимо получаемого в результате инвестиций дохода, инвестору предоставляется право на один из двух видов инвестиционных вычетов по налогу на доходы физических лиц: вычет в размере 13% на сумму ежегодного взноса до 400 тысяч рублей (возврат до 52 тысяч рублей в год) или освобождение от налогообложения всей суммы дохода, полученного на ИИС (при закрытии счета). При этом налоговый вычет предоставляется только в том случае, если средства, внесенные на ИИС, будут выведены не ранее, чем через 3 года. Если нарушить это правило и вывести деньги раньше этого сроков, частный инвестор не получит налогового вычета и обязан будет вернуть ранее полученные налоговые вычеты. Свои собственные средства инвесторы могут вкладывать практически во весь спектр инструментов фондового рынка, включая акции, государственные и корпоративные облигации, в том числе еврооблигации, а также биржевые фонды (ETF), паевые фонды и т.д., но только в российских рублях.

Рисунок 1. Динамика показателей по ИИС в России в период 2015-2019 гг.



Источник. Составлено автором, исходя из данных Московской биржи и ЦБ РФ.

Исходя из анализа рис. 1 можно сделать вывод, что введение ИИС дает свои плоды: ежегодный темп прироста вновь открытых счетов составляет 107%, а объема активов на ИИС – 149%. Такие высокие темпы объясняются «совершенствованием онлайн-сервисов и мобильных приложений, снижением ставок банковских депозитов с одновременным появлением новых финансовых продуктов на фондовом, валютном и срочном рынках, которые дают возможность получать большую доходность по сравнению с депозитами, а также мерами государственного стимулирования на рынке ИИС (налоговые льготы)»¹⁰.

Биржи

Исторически, первые биржи зародились сразу после распада СССР, в 1991 году. Однако, большинство из 60 существовавших на тот момент бирж так и не пережили кризис 1998 года. На данный момент в Российской Федерации функционируют шесть бирж, две из которых самые крупные и всемирно известные, Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Российская торговая система (РТС) объединились в 2011 в крупнейшую биржу Российской Федерации – Московскую. Реальные торги ценными бумагами осуществляются только на Московской бирже, Фондовой бирже Санкт-Петербург и Санкт-Петербургской валютной бирже. На данных биржах осуществляется торговля практически всеми видами

¹⁰ URL: cbr.ru (дата обращения: 19.03.2020)

финансовых инструментов, в том числе, самыми популярными: акциями, облигациями, валютой, производными финансовыми инструментами, сырьевыми товарами, зерном. Помимо этого, Московская биржа также осуществляет клиринговую и депозитарную деятельность.

По данным Всемирной федерации бирж (WFE) Московская биржа в 2017 году занимала двадцать пятое место в списке крупнейших мировых бирж с объемом торговли в 144 млрд. долларов США.

Таблица 1. Крупнейшие мировые биржи по объему торгов в 2017 году.

№	Биржа	Страна	Капитализация, млрд. долларов США	Число эмитентов	Объем торгов, млрд. долларов США
1	ICE&NYSE	США	22 081	2 286	14 535
2	Nasdaq OMX	США	10 039	3 933	12 138
3	Shenzhen SE	Китай	3 622	2 089	9 112
4	Shanghai SE	Китай	5 090	1 396	7 563
5	Japan Exchange	Япония	6 223	3 604	5 813
6	LSE Group	Великобритания	4 455	2 498	2 330
7	HKEx	Гонконг	4 226	2 118	1 957
8	Euronext	ЕС	4 371	1 255	1 943
9	Korea Exchange	Корея	1 731	2 134	1 920
10	DeutscheBorse	Германия	2 245	499	1 482
...
25	Moscow Exchange	Россия	619	234	144

Источник. Monthly Reports – World Federation of Exchanges.

Из данных таблицы мы видим, что хоть Московская биржа и входит в топ-25 крупнейших мировых фондовых бирж, но уровень отставания от лидеров остается существенный: капитализация меньше в 35 раз, объем торгов в 101 раз. В. Багрий в своих работах провела более глубокое сравнение показателей Московской биржи с ведущими площадками мира. Были использованы два основных коэффициента: Vol/Cap (показатель отношения среднемесячного объема торгов к суммарной капитализации компании) и Vol/No (показатель отношения среднемесячного объема торгов к числу компаний). Расчеты, проведенные автором в рамках исследования, показали, что Московская по данным

показателям существенно отстает от лучших бирж мира (Vol/Cap 1,9 против 5,5; Vol/No 51 против 529)¹¹. Можно сделать вывод о том, что на данный момент Московская биржа выглядит скромной и незаметной по сравнению с мировыми лидерами, что объясняется её непродолжительной историей и сравнительной молодостью. Но в долгосрочном горизонте, у Московской биржи огромный потенциал: во-первых, российские компании по показателю P/E остаются самыми недооцененными в мире; во-вторых, снижение процентных ставок и уход частных инвесторов от вкладов на фондовые рынки сулит Московской бирже существенный приток капитала розничных инвесторов.

Брокеры

На конец 2019 года на российском фондовом рынке насчитывается 290 компаний, лицензированных ЦБ РФ на осуществление брокерской деятельности. С 2017 года количество таких компаний неизменно снижается, примерно на 5% ежегодно. «Основными причинами ухода с рынка компаний являются как их неоднократные нарушения законодательства в сфере рынка ценных бумаг (56% в IV квартале 2019 года), так и добровольные заявления на аннулирование лицензий (44%) вследствие повышения конкуренции со стороны крупных профучастников, которые могут себе позволить значительные инвестиции в разработку новых продуктов, использующие в своей основе инновационные финансовые технологии и работу с большими данными: робоэдвайзинг, машинное обучение, алгоритмы «искусственного интеллекта» и пр. Кроме того, у крупных компаний появляется так называемый «эффект масштаба», когда за счет предоставления услуг большому количеству инвесторов происходит снижение предельных издержек на одного клиента. В результате они могут себе позволить устанавливать небольшую комиссию, что нельзя сказать о малых компаниях»¹². ФЗ №39 «О рынке ценных бумаг» определяет брокера, как профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющего брокерскую деятельность. Само по себе определение брокера не несет никакого экономического смысла, если не определить, что же понимается под брокерской деятельностью. В том же законе, под брокерской деятельностью понимается *«деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) на заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, осуществляемая на основании возмездных договоров с клиентом»*. Если подойти к определению более простым языком, то брокер по сути осуществляет посредническую деятельность по доступу клиента к бирже за определенную плату

¹¹ Багрий В.И. Сравнительная характеристика российского фондового рынка с ведущими площадками мира. // Актуальные проблемы права и управления глазами молодежи. – 2018 – С. 39-45.

¹² URL: sbrf.ru (дата обращения: 03.03.2020)

(комиссию). Это и есть основная функция брокера. Но помимо этого у него есть и сопутствующие функции¹³:

1. Брокер служит налоговым агентом для клиента, подачу отчетов и выплату налогов брокер берет на себя.
2. Предоставление клиентам в заем денежных средств или ценных бумаг для осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг (маржинальная торговля).
3. Хранение данных об истории сделок клиента и аналитика данных о них. Клиент в любой момент может посмотреть, когда и какую он сделку совершил, какую доходность по ней получил. Некоторые брокеры также предоставляют аналитику об уровне диверсификации портфеля с последующими рекомендациями.

За свои услуги брокеры взимают у клиентов комиссию со сделок, которая является основным источником доходов для брокерских компаний. Комиссия у брокеров чаще всего напрямую связана с ежемесячным оборотом клиента. Чем больше объем сделок, тем ниже комиссия. Например, у Сбербанка при объеме сделок от 50 000 рублей комиссия 0,165%, а от 100 000 000 рублей – 0,006%. Это довольно существенная разница, если накладывать комиссию как расходы при расчете доходности. Вообще, комиссия российских брокеров существенно отличаются друг от друга, плюс к комиссии могут взиматься ежемесячные платежи. Поэтому каждый розничный инвестор, исходя из своей инвестиционной стратегии, должен подбирать брокера лично под себя. Но если сравнить наиболее экономичные тарифы российских брокеров с тарифами одного из самых популярных иностранных брокеров в РФ – Interactive Brokers – то мы можем увидеть, что тарифы ИВ будет в 1,5-2 раза дешевле при том, что список инструментов, доступных для инвестора, гораздо шире¹⁴.

Таблица 2. Крупнейшие российские брокеры на февраль 2020 года.

Топ-5 компаний по числу зарегистрированных клиентов		Топ-5 компаний по числу активных клиентов		Топ-5 компаний по объему сделок	
Компания	Клиенты	Компания	Активные клиенты	Компания	Объем сделок, млн. руб.
Сбербанк	1 436 214	Тинькофф	138 645	РЕГИОН	4 266 114
Тинькофф	1 275 020	Сбербанк	127 510	ФГ БКС	2 707 849
ВТБ	719 250	ВТБ	76 832	Ренессанс	1 554 692

¹³ Зиниша О.С., Пильщикова А.А., Макоева А.З. Особенности брокерской деятельности на российском фондовом рынке в современных условиях. // Вектор экономики. – 2019. №6(36). – С. 111-119.

¹⁴ Торопова И.В., Трухина А.А. Современный рынок брокерских услуг для частных лиц. // Весенние дни науки ВШЭМ. – 2019. – С. 524-529.

ФГ БКС	439 364	ФГ БКС	33 754	Открытие	1 373 299
Открытие	253 579	ФИНАМ	31 685	АТОН	1 362 007

Источник. Составлено автором на основании данных Московской биржи.

Из таблицы 2 мы видим, что наибольшим количество клиентов обладают брокеры, которые входят в группу компаний различных российских банков. Это на самом деле очевидно, так как у банков изначально есть крупная клиентская база, таргетированная реклама на которых приносит ощутимый вклад в количество клиентов брокерской компании. Но если посмотреть на количество активных клиентов в процентном соотношении от общего числа зарегистрированных клиентов, то для брокерских компаний при банках этот показатель равен в среднем 9,2%, в то время как у самостоятельных брокерских компаний – 11,4%. Также в списке топ-5 крупнейших брокерских компаний по ежемесячному объему операций, совершенных клиентами, всего 1 банк – Открытие. Объяснением данному факту может служить то, что в Сбербанке, Тинькоффе и прочих брокерских компаниях при банках в основном обслуживаются мелкие розничные инвесторы, месячные обороты которых не превышают 50 000 рублей, а у самостоятельных брокерских компаний есть соглашения на льготных условиях с крупными клиентами с многомиллионными месячными оборотами. Но стоит отметить тот факт, что с 2015 года наблюдается тенденция вытеснения самостоятельных брокерских компаний с рынка. Они не выдерживают конкуренции с крупными игроками рынка, которые за счет эффекта масштаба многократно уменьшают свои удельные затраты на клиента, тем самым их процентная маржа становится недостижимой для самостоятельных брокерских компаний. Так, в 2015 году доля брокерских компаний при банках составляла всего 9%, а к концу 2018 уже 31%¹⁵.

В связи с развитием цифровых технологий, набирает особую популярность предоставление брокерских услуг с использованием электронного документооборота и мобильных версий программ. Еще 10-20 лет назад розничному инвестору необходимо было звонить брокеру, согласовывать цены, оставлять заявки на покупку/продажу, что на самом деле было неудобно и требовало чрезвычайно много времени. А сейчас для того, чтобы получить доступ на биржу, достаточно сделать всего пару кликов. На данный момент выделяются следующие основные тренды в развитии брокерских услуг¹⁶:

1. Разработка и постоянное совершенствование собственных программ и мобильных приложений каждым брокером.

¹⁵ Егоров И.А. Анализ основных показателей и оценка эффективности фондового рынка российской федерации. // European Research. – 2019. – С.50-56.

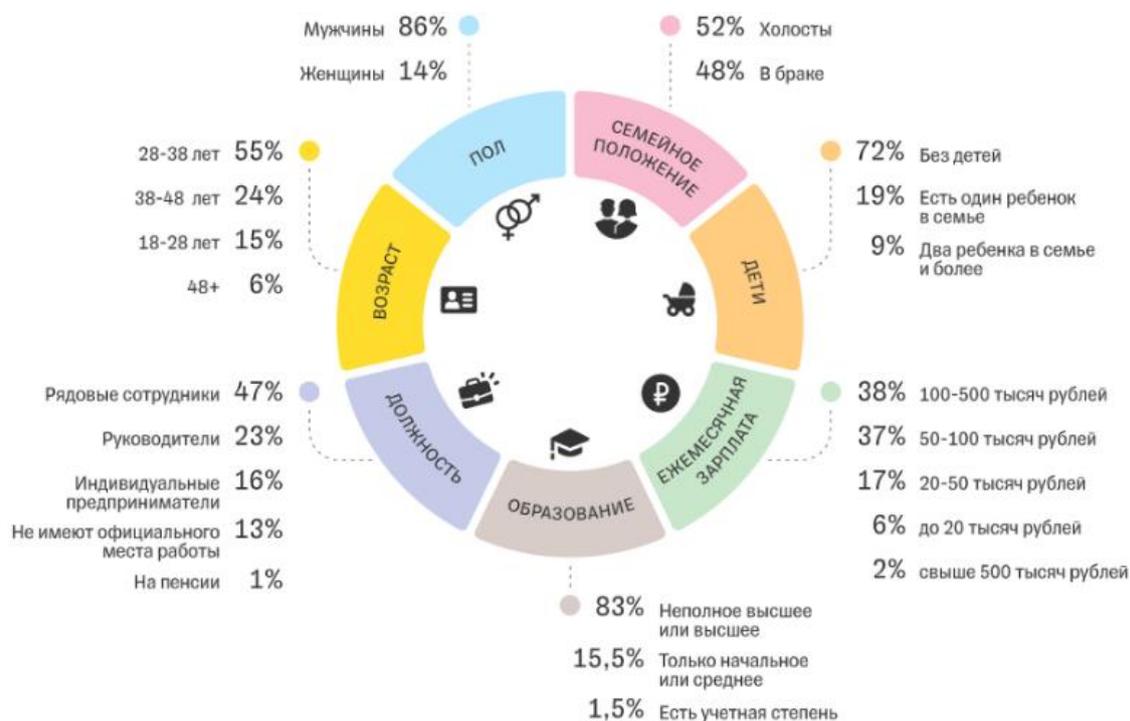
¹⁶ Фейгельман Н.В. К вопросу об особенностях деятельности финансовых брокеров в РФ на современном этапе. // Современные проблемы права, экономики и управления. – 2019. №2(9). – С. 350-356.

2. Брокеры стали оказывать консультационные услуги для своих клиентов, предоставляя им аналитику и дополнительную информацию.
3. Для привлечения большего количества клиентов брокеры отходят от правила минимального бюджета.

Портрет типичного розничного инвестора в России

В проведенном исследовании от Тинькофф Банка был определен портрет типичного российского инвестора. Исследование было проведено только среди 200 тысяч клиентов Тинькофф Банка, но мы считаем, что именно клиенты Тинькофф Банка (наряду со Сбербанком) являются типичными розничными инвесторами, так как именно у этих банков большая доля клиентов в России и большая доля клиентов, имеющих на своих счетах до 50 000 рублей.

Рисунок 2. Характеристики типичного розничного инвестора в России.



Источник: Исследование Тинькофф Банка «Портрет современного розничного инвестора».

Типичным розничным инвестором в России является холостой мужчина без детей в возрасте от 28-38 лет, имеющий неполное высшее или высшее образование, при этом работающий рядовым сотрудником и получающий 100-150 тысяч рублей. Стоит отметить также, что для инвесторов, состоящих в браке или имеющих детей, характерен более сдержанный аппетит к риску. 92,5% инвесторов предпочитают стратегию buy&hold, то есть купить акции на долгосрочную перспективу без спекулятивных сделок. Наиболее популярным инструментом для инвесторов являются зарубежные акции:

1. Зарубежные акции – 36%

2. Российские акции – 24%
3. Российские облигации – 15%
4. Зарубежные облигации – 3%
5. Денежные средства (валюта) – 12%
6. ETF – 6%
7. Ноты и прочее – 4%

Исходя из анализа популярности финансовых инструментов, можно сделать вывод о том, что инвесторы в основном предпочитают акции (60%), а лишь небольшая часть (4%) готовы изучать и инвестировать в более рискованные активы, такие как ноты. Также не выявлено особого приоритета между российскими или зарубежными эмитентами (39% против 39%). Большинство клиентов (80%) Тинькофф Инвестиций за 2019 год получили положительную доходность от сделок. Любопытен тот факт, что подавляющая часть клиентов, которые получили отрицательную доходность, совершили в год не более 10 операций, что свидетельствует о том, что начинающие инвесторы после получения убытка быстро теряют интерес к инвестированию.

1.3 Основные виды инструментов инвестирования

Облигации

Рынок долговых ценных бумаг в России представлен двумя основными финансовыми инструментами: облигациями и векселями. Безусловно, используемый спектр финансовых инструментов более широкий: существуют и депозитные сертификаты, сберегательные сертификаты, банковская книжка на предъявителя, но все эти инструменты не получили достаточного распространения на российском рынке. В данной работе мы будем рассматривать только облигации, как основной инструмент на рынке долговых ценных бумаг.

В №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» под **облигацией** понимается *«эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение, в срок, предусмотренный в ней, от эмитента облигации ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение установленных в ней процентов либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и (или) дисконт»*¹⁷. По своей сути облигация отражает отношение займа между инвесторами и эмитентом. Эмитент является заемщиком, а инвесторы, которые покупают облигации, являются кредиторами данного предприятия.

Из определения вытекают **основные фундаментальные свойства облигации:**

¹⁷ Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ

1. По российскому законодательству у облигаций должен быть указан конечный срок обращения. Так как облигация – это долговая ценная бумага, то по истечении данного срока обращения, облигация гасится, а эмитент возвращает деньги инвесторам. Облигация всегда гасится по номинальной стоимости, несмотря на то, что на рынке облигации чаще всего котируются по цене, отличной от номинала (цена может быть, как выше номинальной стоимости, так и ниже). Но если российская компания выходит на глобальные международные рынки, то она имеет право выпустить бессрочные облигации.

2. Если эмитент выпускает облигации (по сути берет деньги в долг), то эмитент обязан выплачивать проценты по заемным средствам либо же устанавливать дисконт к номиналу облигации (в случае с бескупонной облигацией). Проценты по купонным облигациям выплачиваются в виде купонов, и выплата купонов – жесткая обязанность эмитента. Это является принципиальным отличием облигаций от акций, по которым дивиденды (некий аналог купона) могут быть не выплачены, например, если финансовый год компания закончила с убытками. А вот купоны по облигациям будут выплачиваться всегда, вне зависимости от того, убытки или прибыль у компании.

3. Еще одним важным свойством облигаций является то, что в случае ликвидации компании владельцы облигаций имеют приоритет в удовлетворении своих требований по сравнению с акционерами (владельцами акций). На фондовом рынке есть такое понятие, как старшинство ценных бумаг. Поэтому, если мы говорим об облигациях, то облигации являются старшей ценной бумагой по сравнению с акциями. То есть, старшинство как бы подчеркивает надежность данной ценной бумаги.

Виды облигаций

1. По основным эмитентам различают корпоративные облигации, то есть те облигации, которые выпускают предприятия; государственные облигации - облигации, которые выпускают органы федеральной власти (от лица российского правительства государственные облигации имеет право выпускать только Министерство финансов). Также существуют небольшие группы облигаций, выпускаемые субъектами Российской Федерации (субфедеральные) и муниципальными образованиями внутри субъектов (муниципальные).

2. Вторая классификация облигаций – это срок размещения. По срочности различают краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные облигации. Облигации со сроком обращения до 1 года считаются краткосрочными; от 1 года до 5 лет – среднесрочные; от 5 лет до 30 – долгосрочные¹⁸. Стоит сказать, что в каждой стране разделение облигаций по сроку размещения разное. Например, как и говорилось ранее, в

¹⁸ URL: <http://www.cbonds.info/ru/rus>

России нет бессрочных облигаций, а в США краткосрочными облигация считается, если срок её обращения от 1 до 5 лет. Сегодня средняя продолжительность облигационного займа — это где-то 4–5 лет, но встречаются облигационные займы и на 10, и на 15, и на 30 лет.

3. В зависимости от того, каким образом инвесторы получают доход от облигаций, они делятся на два типа: купонные и бескупонные (дисконтные) облигации. Исторически первыми появились купонные облигации: по этим облигациям с определенной периодичностью в течение всего срока жизни данных облигаций компания выплачивает купоны. Когда наступает срок погашения, компания гасит эти облигации по номиналу и также выплачивается последний купон. Как мы говорили ранее, купон – это выплачиваемый процент по облигациям. Таким образом, купонные облигации – это облигации, которые инвестор покупает по рыночной цене и получает доход в виде купонов.

Второй тип облигаций — это так называемые «бескупонные», дисконтные облигации. Особенность этих облигаций заключается в том, что в течение всего срока жизни данной облигации купоны не выплачиваются, доход инвестора заключается в том, что изначально эмитент продает эти облигации по цене ниже номинала, а гасит по номиналу. И разница между ценой продажи и номиналом будет доходом инвестора. Бескупонные облигации чаще всего выпускаются на короткий срок. Обычно, срок, на который эти облигации выпускаются, не превышает 1 года. Это связано с тем, что бескупонные облигации изначально продаются с дисконтом. То есть, если инвестор желает получить доходность в виде 15% годовых, то данная облигация будет продаваться по 86,96% стоимости от номинала. Если же облигация будет двухлетняя, то цена продажи составит уже 75,61% от номинала. С увеличением срока обращения бескупонной облигации, её дисконт увеличивается. Это невыгодно эмитенту, так как он привлекает слишком маленькую сумму, и заимствования станут бессмысленными.

Купонные облигации в свою очередь делятся на облигации с постоянным купоном и на облигации с плавающим купоном. У купонных облигаций с постоянным купоном есть один существенный минус – процентные риски: эмитент, выпуская такие облигации, на себя берет риск того, что процентные ставки могут пойти вниз, а инвестор берет на себя риск того, что процентные ставки могут вырасти. Например, если эмитент выпускает облигации с постоянным купоном в 15% (абсолютно нормальные рыночные процентные ставки на момент выпуска облигации), но с течением времени из-за изменения макроэкономической ситуации на рынке процентные ставки идут вниз, и деньги на рынке теперь стоят не 15%, а 10%. В таком случае, эмитент будет обязан платить по облигациям все те же 15% и терять разницу в процентных ставках из-за фиксированного купона. Есть и обратная ситуация: если процентные ставки пойдут вверх, то в таком случае терять будут инвесторы. Для того чтобы избежать данного процентного риска, на рынке появились облигации с переменным

«плавающим» купоном. В данном случае компания не фиксирует купон, а лишь описывает, как этот купон будет рассчитываться.

4. С точки зрения возможности досрочного погашения, облигации делятся на 2 группы: безотзывные облигации, то есть которые нельзя досрочно отозвать и погасить, и облигации с правом досрочного выкупа – это облигации, которые могут прекратить свое существование досрочно. Безотзывные облигации в свою очередь имеют 2 разновидности: это облигации, которые гасятся единовременно и «амортизируемые облигации», которые компании предпочитают гасить по частям. Вторая группа облигаций – это облигации, которые могут быть погашены досрочно. Эти облигации также подразделяются на 2 типа: это отзывные облигации и возвратные. Отзывные облигации – это те облигации, по которым эмитент имеет право до наступления срока погашения эти облигации досрочно погасить. То есть право принятия решения за эмитентом. А вот возвратные облигации – это с точностью до наоборот: инвесторы до наступления срока погашения имеют право вернуть облигации эмитенту, а он обязан у них эти облигации выкупить.

С какой же целью выпускаются данные облигации? Цель выпуска отзывных облигаций только в одном – застраховать эмитента от снижения процентных ставок. Естественно, отзывные облигации инвесторы рассматривают как более рискованные, потому что эмитент себя застраховал от снижения процентных ставок и в любой момент может досрочно погасить данные облигации, поэтому по этим облигациям доходность всегда выше, чем по безотзывным. Возвратная облигация также выпускается с целью страховки от процентных ставок, но в данном случае уже не эмитента, а инвестора. И поэтому по таким облигациям доходность всегда ниже, чем по безотзывным.

Цена облигаций

Когда инвестор покупает облигацию, то для него ценность этой облигации определяется будущими денежными потоками, которые компания будет выплачивать инвестору. И эти будущие денежные потоки состоят из двух частей: периодические купонные платежи, и в конце срока — погашение облигации, выплата номинала. Сегодняшние деньги стоят дороже, будущие деньги стоят дешевле. Поэтому все будущие денежные потоки необходимо будет продисконтировать, привести к текущему моменту времени. И тогда цена облигации — это есть сумма дисконтированных денежных потоков, которые получает инвестор в виде купонных платежей и номинала при погашении облигации. Если купон выплачивается раз в год, то цена облигации (P) рассчитывается по формуле:

$$P = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{H}{(1+r)^n}, \text{ где}$$

C – годовой купонный платеж;

H – номинал облигации;

r – ставка дисконтирования;

n – период обращения облигации.

Расчет по данной формуле довольно прост, кроме одного момента: где же взять значение ставки дисконтирования? Значение ставки дисконтирования определяют сами инвесторы, они оценивают данную компанию, оценивают риски данной компании и определяют в зависимости от риска компании, какую доходность они хотели бы получить по данным облигациям. Поэтому ставка дисконтирования в определенной степени отражает степень рискованности эмитента. Чем надежнее эмитент, тем на более низкую доходность соглашаются инвесторы и наоборот. Данная формула справедлива только в тех случаях, если купонные платежи выплачиваются раз в год, но как мы говорили ранее – это довольно редкий случай.

Если же купонные платежи осуществляются чаще, чем раз в год, применяется следующая формула:

$$P = \frac{C/m}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)} + \frac{C/m}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^2} + \dots + \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n*m}} + \frac{H}{(1+r)^n}$$

Формула модифицируется, а именно, мы вводим еще один параметр – m , который отражает количество купонных выплат в течение года. Если купонные платежи выплачиваются 2 раза в год, то m соответственно равна 2 и так далее. Но не стоит забывать, что годовую ставку дисконтирования мы тоже должны поделить на m , чтобы расчеты были наиболее точны. Исходя из сравнения двух этих формул, можно прийти к выводу, что чем чаще выплачиваются купоны, тем дороже облигация. Это связано с тем, что сегодняшние деньги стоят дороже будущих, и инвестор оценивается сегодняшние поступления для себя более ценными, чем будущие.

Для расчета цены бескупонных облигаций используется другая, более упрощенная, формула. По сути, бескупонная облигация – частный случай купонной облигации, где у такой облигации купоны равны 0. В таком случае, мы просто упрощаем формулу и оставляем только последнее слагаемое – это номинал, дисконтированный на $(1+r)$ в степени n . Но стоит также учитывать, что бескупонные облигации могут выпускаться на срок меньше 1 года. В таком случае n преобразуется в вид, где число дней до погашения облигаций делится на число дней в году.

$$P = \frac{H}{(1+r)^n} = \frac{H}{(1+r)^{\frac{t}{365}}}$$

Факторы, влияющие на цену облигаций

Цены облигаций периодически меняются, они могут расти, могут падать. Можно выделить 4 основных фактора, которые влияют на цену облигаций.

1. Первый фактор — это *частота купонных выплат*. Как мы видели из формулы выше, чем чаще поступают купонные платежи, тем выше стоимость облигации. Инвесторы ценят более раннее поступление денег и готовы за это платить более высокую цену.

2. Второй фактор — это *величина купонной ставки*, по сути доходы инвесторов. Если компания при выпуске облигаций установит очень низкий купон, то есть купон ниже, чем та доходность, которую требует рынок, то никто из инвесторов не согласится эти облигации покупать по номиналу. Потому что они хотят иметь более высокую доходность, как минимум рыночную. А чтобы получить более высокую доходность, они будут подавать заявки на покупку облигаций с ценой ниже номинала. Поэтому более низкий купон по сравнению с рыночной доходностью приведет к тому, что эмитент облигаций по номиналу не продаст. Ему придется эти облигации продавать с дисконтом. Если эмитент установит ставку купона на уровне требуемой рыночной доходности, то инвесторы купят эти облигации по номиналу. Если же эмитент в силу каких-то причин установит слишком высокий купон, то эти облигации будут пользоваться повышенным спросом у инвесторов. То есть при купоне, который превышает рыночную доходность, цена облигации будет выше номинала в силу повышенного спроса.

3. Следующий фактор, который влияет на цену облигаций, — это *срок до погашения облигаций*. Если облигация была продана с премией (ставка купона была выше рыночной), то по мере приближения к дате погашения цена облигации будет постепенно снижаться, приближаясь к номиналу. А если же облигация была продана с дисконтом (ставка купона была ниже рыночной), то в этом случае по мере приближения к дате погашения цена облигации будет постепенно расти, приближаясь к номиналу. Таким образом, к концу своего срока обращения облигация стремится к значению номинала.

4. И последний фактор — *процентные риски*. Этот фактор влияет только на цену облигаций с постоянным купоном, так как именно они подвержены процентному риску. Допустим, что компания выпустила облигацию с постоянным купоном, который отражал рыночную доходность на тот момент. Если же с течением времени, процентные ставки на рынке снизились, то цена данной облигации будет расти, так как на текущий момент она будет давать большую доходность, чем рынок. И наоборот, при повышении процентных ставок, цена облигаций с постоянным купоном будет снижаться.

Как мы говорили ранее, цена облигаций величина непостоянная, она меняется, колеблется. И инвесторы за счет колебания цен облигаций могут получить доход. Таким образом, купонные выплаты не являются единственным источником дохода по облигациям.

Доходность облигаций

Доходность бескупонных облигаций считается наиболее понятно и достаточно легко, поэтому начнем с неё. Формулу для расчета доходности бескупонных облигаций выводят из формулы цены такой облигации.

$$YTM = \left(\sqrt[n]{\frac{H}{P}} - 1 \right) * 100$$

Для расчета доходности по этой формуле мы должны знать, по какой цене на данный момент торгуются эти облигации – P. Номинал (H) и срок погашения (n) облигации нам изначально известны. Это формула затруднена лишь тем, что n чаще всего является дробной величиной, и вручную сосчитать доходность бескупонной облигации по этой формуле не просто. Но есть еще более упрощенная формула.

$$YTM = \frac{H - P}{P} * \frac{365}{t} * 100, \text{ где}$$

YTM – доходность к погашению;

H – номинал облигации;

P – цена облигации;

t – число дней до погашения облигации.

В данном случае, пользуясь обычным калькулятором, мы можем рассчитать доходность к погашению бескупонной облигации. Стоит учитывать тот факт, что в данной формуле есть серьезное допущение: мы считаем, что на протяжении всего периода обращения облигации инвестор будет получать одинаковую доходность, что далеко не факт. Например, если инвестор получил за один день 0,5% доходности из-за скачка цены данной облигации, то по этой формуле, доходность к погашению облигации будет 180%, что, конечно же, не так. Ведь не каждый день происходит такое изменение цены облигации, да и не факт, что завтра цена облигации пойдет в обратную сторону.

Предыдущая формула показывала доходность к погашению облигации. Но инвестор может купить облигацию, а на следующий день продать её, то есть до срока погашения. Тогда формула немного преобразуется и обретает вид:

$$CY = \frac{P_{\text{прод}} - P_{\text{пок}}}{P_{\text{пок}}} * \frac{365}{t} * 100$$

По этой формуле мы находим разницу между ценой продажи данной облигации и ценой покупки. И t в данной формуле показывает количество дней от даты покупки до даты продажи облигации.

При расчете текущей доходности купонной облигации используется формула:

$$CY = \frac{C}{P} * 100, \text{ где}$$

CY – текущая доходность;

C – годовой купон по облигации;

P – цена облигации.

Например, инвестор купил за 900 рублей облигацию с номиналом 1000, по которой выплачивается купон в размере 10% годовых. Для данной формулы, нам нужен купон не в процентах, а в рублях. Тогда он составит 10% от 1000, то есть 100. Таким образом, текущая доходность инвестора по данной облигации составит $100/900 * 100\% = 11,1\%$.

Но текущая доходность облигаций не учитывает разницу между ценой покупки и номиналом. Инвестору погасят облигацию по 1000, а он купил её за 900, разница между номиналом и ценой покупки тоже является доходом инвестора. Для того, чтобы учитывать этот фактор, рассчитывают эффективную доходность облигаций.

$$YTM = \frac{\frac{H - P}{t} + C}{(H + P)/2} * 100\%, \text{ где}$$

YTM – эффективная доходность облигации;

H – номинал облигации;

P – цена облигации;

t – срок до погашения;

C – сумма купонных выплат за год.

Эффективная доходность показывает полную доходность инвестора с учётом реинвестирования купонов по ставке первоначальных вложений. Данная формула является упрощенной, с погрешностью в десятые доли процента. Для точного же расчета эффективной доходности можно воспользоваться специальными калькуляторами либо формулами в Excel.

Акции

Традиционно пассивное инвестирование воспринимается, как инвестирование в облигации и банковские депозиты. Доходность российских корпоративных облигаций колеблется в пределах от 8% до 18% в зависимости от эмитента¹⁹, государственные облигации

¹⁹ Архипова Г.С., Ягудина Г.Г. Облигации. Рынок облигаций. Доходность облигаций. // Экономика, управление, право. – 2017. – С. 148-150.

дают меньшую доходность: в районе 7-8%²⁰, а реальная доходность банковских депозитов после корректировки на инфляцию и вовсе в среднем составляет 2-3%. На этом фоне рынок акций, конечно, дает большую доходность, но надо понимать, что и диапазон значений по рынку акций тоже гораздо шире. По российскому законодательству под акцией понимается *«эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой»*²¹. В отличие от облигации, при приобретении акций, инвестор становится совладельцем компании и соответственно, он как один из собственников компании принимает на себя ответственность за данную компанию, но, наряду с этим, он приобретает и некоторые права. И в частности, акционер имеет право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов. Как совладелец он имеет право на участие в управлении акционерным обществом через процедуру голосования на собрании акционеров. Ну и как собственник он несет ответственность за компанию, и если компания ликвидируется, то сначала рассчитаются со всеми кредиторами, а потом акционеры будут получать оставшуюся часть имущества пропорционально имеющимся у них акциям.

Классификация акций

Существует достаточно большое количество различных классификаций акций, но для частного инвестора важно знать только виды акций в зависимости от предоставляемых прав. По данной классификации акции разделяются на обыкновенные и привилегированные. Между обыкновенными и привилегированными акциями есть некоторые принципиальные отличия. И хотя и владелец обыкновенных акций, и владелец привилегированных акций — это совладельцы компании, это акционеры, но, тем не менее, у них разные права. Эти различия связаны, в первую очередь, с выплатой дивидендов, второе различие — это наличие права голоса на собрании акционеров и третье различие — если компания ликвидируется, как рассчитываются с владельцами обыкновенных и привилегированных акций.

1. Применительно к акциям дивиденд *«рассматривается как доход от членства в организации, как часть чистой прибыли организации, распределяемая среди акционеров (участников) пропорционально числу и типу принадлежащих им акций (долей)»*²². В уставе компании прописывается либо определенный размер дивидендов, либо же формула расчета дивидендов (в % от чистой прибыли). Акционеры – владельцы привилегированных акций –

²⁰ Криворотов В. В. Механизм повышения конкурентоспособности отечественных предприятий. — Екатеринбург: УГТУ-УПИ, 2013.

²¹ Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ

²² Кульба Г. Ю. Понятие дивиденда в российском налоговом праве. // Налоги и финансовое право. – 2009. – С. 144-150.

практически всегда получают дивиденды. Единственной причиной, по которой данный тип акционеров не получит дивидендов, может стать отсутствие чистой прибыли у компании (убыток). В таком случае владельцы привилегированных акций получают право голоса на общем собрании акционеров. А вот владельцам обыкновенных акций дивиденд не гарантирован, более того, в случае невыплаты дивидендов владельцы данного типа акций никаких компенсаций не получают. Таким образом, можно сделать вывод о том, что владельцы привилегированных акций в основном это миноритарные акционеры, и они нацелены на краткосрочную выгоду. А вот владельцы обыкновенных акций чаще всего инвестируют в компанию на длительный срок в надежде на рост курсовой стоимости акций.

2. Второе различие – это право голоса. Как мы говорили ранее, у владельцев привилегированных акций нет права голоса на общем собрании акционеров. Они могут его получить лишь при невыплате дивидендов и лишаются данного права сразу же после очередной выплата. А вот владельцы обыкновенных акций всегда имеют право голоса. Принцип простой: одна акция – один голос. Объем прав владельцев обыкновенных акций меняется в зависимости от % акций: чем большим % владеет акционер, тем более серьезные и важные вопросы он может вносить на обсуждение на общем собрании акционеров. Но стоит отметить, что есть несколько вопросов, которые нельзя обсуждать без владельцев привилегированных акций, независимо от выплаты дивидендов, - это вопросы, связанные с изменением устава, реорганизацией или ликвидацией компании, с размещением дополнительных акций на бирже или изъятием существующих.

3. Третье же различие – это очередность выплаты при ликвидации компании. Тут все довольно просто: при ликвидации компании первыми свои средства получают владельцы привилегированных акций, а затем лишь владельцы обыкновенных акций.

Доходность акций

По акциям выделяют два основных показателя доходности: текущая (дивидендная) доходность и полная доходность.

1. Текущая доходность считается как соотношение суммы годовых дивидендных выплат к рыночной цене акции. Например, при цене акции в 100 рублей, инвестор получил за год дивиденды в размере 3 рублей, то его дивидендная доходность 3%. В России один из самых высоких показателей дивидендной доходности. Многие компании, такие как «Сургутнефтегаз» и «МТС», платят довольно высокие дивиденды по своим акциям (в районе 10-12%).

$$r = \frac{d}{P} * 100\%, \text{ где}$$

r – дивидендная доходность акции;

d – размер годового дивиденда;

P – рыночная стоимость акции.

2. Но строго говоря, инвестора в основном интересует не дивидендная доходность его акций, а полная, в которую включается доходность из-за курсовой разницы продажи и покупки акций. Данная доходность в большинстве случаев превышает доходность по дивидендам. Полная доходность рассчитывается по формуле:

$$r = \frac{d + (P - P_0)}{P_0 * T}, \text{ где}$$

r – полная доходность акции;

d – размер годового дивиденда;

P – рыночная стоимость акции;

P_0 – стоимость покупки акции;

T – период владения акцией.

Факторы, влияющие на стоимость акций

1. Ключевым фактором, определяющим цену акций, является нынешнее положение компании на рынке, её финансовое состояние и перспективы. По большей части, стоимость своих акций компания определяет сама: если компания стабильная, её финансовые результаты оправдывают ожидания инвесторов, компания имеет стратегический план, вкладывает большие средства на инновации и в инвестиции – то стоимость её акций в долгосрочном периоде будет только расти. Но если же у компании есть проблемы хоть в каком-то аспекте деятельности, то это сразу же отразится на стоимости акций, и не в лучшую сторону.

2. Дивидендная политика и дивидендные выплаты являются одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость акций, так как дивиденды являются единственным доходом акционера в период владения акцией (доход от курсовой разницы инвестор получает только после продажи акций). Решение компаний по дивидендам также оказывает существенное влияние на цену: если принимается решение об увеличении дивидендов, рынок встречает эту новость с позитивом, акции становятся привлекательнее и растут в цене.

3. Цена различных инструментов на рынке ценных бумаг формируется под действием спроса и предложения, поэтому еще одним из факторов, влияющих на цену акций, являются ожидания инвесторов. В текущий момент инвестор оценивает финансовые показатели компании, её перспективы и др. и соотносит эти параметры с рыночной ценой акций этой компании.

Риски вложения в акции

1. Первый риск, связанный с акциями, – это волатильность. Под волатильностью понимается показатель, характеризующий тенденцию изменения цены. Но волатильность

акций не всегда плохо, так как именно волатильность дает спекулятивным инвесторам возможность заработать. В целом на длительном временном промежутке рынок акций дает 10-12% годовых, если у инвестора хорошо диверсифицированный портфель. Но если говорить об отдельных акциях, то встречаются бумаги и с 300% годовых. С другой стороны, конечно, немало акций, которые дают отрицательную доходность. Поэтому и стоит применять такой инструмент, как диверсификацию портфеля. На самом деле, что очень важно понимать, что рынок акций - это рынок активного инвестирования в отличие от тех же банковских депозитов и облигаций.

2. Систематические риски (страновые, отраслевые, политические)
3. Несистематические риски (финансовые риски непосредственной компании)

Коллективные формы инвестирования

Если инвестор не обладает достаточными знаниями и квалификацией для принятия верных инвестиционных решений, то он может передать свои средства в доверительное управление либо присоединиться к различным фондам. Получается у инвестора есть два варианта инвестирования: индивидуальный и коллективный. Про индивидуальное инвестирование мы уже говорили выше, это в основном вложения в акции и облигации различных компаний. В таком случае инвестор самостоятельно принимает все решения и сам несет ответственность за свои средства. Но многие частные инвесторы не обладают достаточными знаниями о финансовых рынках, чтобы самостоятельно осуществлять все инвестиционные операции. В таком случае они доверяют свои средства профессионалам, которые более грамотны и квалифицированы. Заключается инвестиционная декларация, в которой инвестор прописывает свои предпочтения: в какие виды ценных бумаг хотел бы инвестировать, в какие отрасли, на какой временной период и др. Исходя из предпочтений инвестора, доверительный управляющий формирует индивидуальный портфель под каждого инвестора и управляет им. Но доверительное управление стоит очень дорого, и целесообразен такой метод только для тех частных инвесторов, которые располагают достаточно крупными суммами. Выходом же для более мелких инвесторов является коллективное инвестирование.

На данный момент в мире уже сформировалась целая индустрия инвестиционных фондов, в которые может вложиться любой вкладчик с небольшой суммой, и инвестиционная компания будет управлять активами данного фонда. Еще одним способом коллективного инвестирования являются негосударственные пенсионные фонды, но их главная особенность и проблема (по мнению автора) это то, что инвестор может выйти из фонда и забрать свои средства только при выходе на пенсию. В то время как, выйти из инвестиционных фондов можно в любой момент. Поэтому по своей сути, негосударственные пенсионные фонды — это своего рода страховка на безбедную старость.

Виды инвестиционных фондов

Существует два основных вида инвестиционных фондов: акционерные и паевые. В России на данный момент, большее распространение получили паевые инвестиционные фонды.

1. По сути, деятельность паевого инвестиционного фонда – это то же самое доверительное управление, но уже не в интересах конкретного инвестора, а в интересах пула вкладчиков этого фонда. По российскому законодательству паевой инвестиционный фонд – это имущественный комплекс без образования юридического лица²³. Инвестируя в паевой инвестиционный фонд, частный инвестор покупает паи и потом при выходе продает их. Увеличение стоимости пая – это и будет доходом инвестора. Управление паевым инвестиционным фондом берет на себя инвестиционная компания, которая имеет лицензию на управление активами. Данную лицензию до 2013 года выдавала Федеральная служба по финансовым рынкам, сейчас этот вопрос регулируется специальным подразделением Банка России. Очень важно отменить тот момент, что паевые инвестиционные фонды создаются без образования юридического лица, так как если управляющая компания разорится и объявит себя банкротом, то она потеряет только свои собственные средства, а не средства вкладчиков, потому что они находились на доверительном управлении. Также стоит отметить, что действие без образования юридического лица помогают экономить деньги на налогах для фондов, так как фонд – не юридическое лицо и не платит налоги. Налог возникает только для инвестора в тот момент, когда продает свои паи и выходит из фонда. Получается инвестор платит налоги только один раз, в самом конце своего периода инвестирования. Это еще один плюс паевых инвестиционных фондов, так как сегодняшние деньги стоят дороже, чем деньги в будущем, и этот факт позволяет инвесторам экономить на налогах.

Как же устроен паевой инвестиционный фонд? Паевой инвестиционный фонд создается управляющей компанией, когда они публикуют «правила фонда». Это документ, в котором фонд описывает, как они будут инвестировать, в какие виды ценных бумаг, как часто можно выходить из фонда и прочие регулирующие вопросы. Прежде чем инвесторы будут принимать решение о вложении своих средств в различные паевые инвестиционные фонды, рекомендуется тщательно ознакомиться с правилами данного фонда. После того, как инвестор принял решение инвестировать в данный фонд, он покупает паи данного фонда: например, если у инвестора 10 тысяч рублей, а пай стоит 1 тысячу, то инвестор приобретает 10 паев фонда. За счет этих средств образуется имущество паевого фонда, которым оно будет управлять.

²³ Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 31.12.2017) "Об инвестиционных фондах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.02.2018)

2. В федеральном законе «Об инвестиционных фондах» дается следующее понятие акционерного инвестиционного фонда: *«акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд»*²³.

Акционерные инвестиционные фонды получили недостаточное развитие по сравнению с паевыми фондами из-за своих очевидных минусов для частного инвестора. Во-первых, в отличие от паевых инвестиционных фондов акционерные создаются как юридическое лицо, поэтому в данном случае нет льготы в виде отсутствия налогов. А даже наоборот, происходит двойная налоговая нагрузка: АИФы платят налог на прибыль, а после распределения дивидендов инвесторы также уплачивают налог на дивиденды. Во-вторых, акции АИФ уступают паям ПИФ в отношении ликвидности из-за ограниченного инструментария инвестирования.

Однако к достоинствам АИФ можно отнести то, что у акционеров есть право на участие в управлении (в отличие от ПИФ, где пайщики просто вносят свои средства). Это преимущество придает больше надежности и уверенности для инвесторов. Но зачастую на практике, владельцы мелких долей акций редко появляются на общих собраниях акционеров, и лишь крупные инвесторы решают стратегические вопросы по развитию фонда.

Классификация паевых инвестиционных фондов

1. Первая классификация ПИФов в зависимости от того, как инвестор может приобретать и продавать паи фонда. Существует три вида ПИФов: открытые, интервальные и закрытые. Самым ликвидным и удобным для инвестора, конечно же, является открытый тип: в данном случае инвестор может в любой момент как купить паи данного фонда, так и вернуть их обратно фонду по текущей цене. Особенностью открытых фондов является то, что они в основном держат активы в виде акций и облигаций, самых ликвидных ценных бумаг на рынке, которые легко купить и продать. Второй тип – это интервальные фонды. Их особенность заключается в том, что в течение года компания указывает определенные интервалы, в течение которых инвесторы могут купить или продать паи. Обычно в год проводится 2-3 интервала длиной в 20-30 дней. В течение года должен быть как минимум 1 интервал, данный факт регулируется законодательно. Между интервалами фонд может проводить более рискованную инвестиционную политику, так как в данный период ни один инвестор не придет и не потребует свои средства обратно. И последний тип – это закрытый. В данном случае фонды создаются на определенное время, в среднем около 5 лет. Инвестор вкладывает свои средства и забирает их только при ликвидации фонда. Это самый

неликвидный фонд для инвесторов. Но есть выход: инвесторы имеют право продать свои паи другому лицу на вторичном рынке (но не во всех фондах данное действие доступно).

2. С точки зрения видов активов, куда могут вкладываться фонды, они разделяются на фонды акций, облигаций, смешанные фонды, индексные фонды, фонды недвижимости и др. На данный момент существует большое количество различных фондов, исходя из вида активов, куда они инвестируют. У частного инвестора богатый выбор в зависимости от его личной стратегии, куда же вложить свои средства. Стоит упомянуть, что фонды недвижимости, ипотечные, венчурные и фонды прямых инвестиций существует только в виде закрытых фондов, так как эти фонды направлены на решение крупных инвестиционных проектов, реализация которых требует длительного периода времени. Существуют даже нестандартные фонды, такие как, Фонд художественных ценностей. Данный фонд вкладывается в предметы искусства, которые постоянно растут в цене на протяжении всей истории.

Подводя общий вывод о текущем состоянии российского фондового рынка можно сказать, что он всё еще находится на стадии формирования: небольшое количество компаний-эмитентов акций на фондовом рынке, слабая конкуренция среди брокерских компаний, слабая заинтересованность населения в инвестировании – все эти факторы свидетельствуют о недостаточном развитии российского фондового рынка. Но стоит отметить, что существует достаточно большое количество факторов, которые способны дать толчок к развитию для нашего фондового рынка: появление новых нормативных актов, цифровизация брокерских услуг, введение ИИС, снижение депозитных ставок.

Глава 2. Характеристика и особенности основных финансовых стратегий

2.1 Классификация финансовых стратегий

Для получения стабильного дохода на фондовом рынке недостаточно проведения случайных спекулятивных сделок. Стабильный доход возможно получить только при наличии определенной и четкой финансовой стратегии. Однозначного понятия финансовой стратегии не существует, но наиболее подходящей мы считаем определение Гуковой А.В, Аникиной И.Д и Сенглеева В.Б. Под финансовой стратегией на фондовом рынке они понимают *«систему принципов составления портфелей инвестиций, состоящих из финансовых вложений в различные сегменты фондового рынка, в отдельные активы, а также правила изменения состава портфелей»*. Существует два варианта определения стратегии. Первый, наиболее простой заключается в использовании уже существующих, известных стратегий. О них мы поговорим чуть позже. Вторым же вариантом, а именно создание своей собственной финансовой стратегии, требует гораздо больших усилий и долгой, кропотливой работы, но и эффективность таких стратегий зачастую намного выше. Создание собственной стратегии – это сложный, поэтапный процесс, в котором инвестор должен учитывать все свои личные цели, задачи и характеристики.

На первых этапах инвестор определяет свою инвестиционную цель: пассивная или активная стратегия, уровень отношения к риску, хотим мы сохранить свой капитал от инфляции или приумножить его – всё это индивидуальные характеристики каждого частного инвестора, которые и определяют его стратегию. Самый важный этап – это фундаментальный анализ. На данном этапе инвестор должен оценить уровень риска и потенциал роста конкретного региона, провести отраслевой анализ, далее необходимо сузить круг потенциальных компаний, подходящих для нашей финансовой стратегии, исходя из анализа их показателей, мультипликаторов и тд. В общем можно сказать, что построения и создание собственной финансовой стратегии зависит от многих факторов: *«от целей инвесторов, размеров их капитала, горизонта вложений, законодательных ограничений, уровня приемлемого риска, ожидаемой инвестором доходности, степени эффективности рынков»*²⁴. Многие из них как раз можно учесть при построении с помощью предложенной блок-схемы²⁵ (рис. 1).

²⁴ Гукова А. В., Сенглеев В. Б., Аникина И. Д. Инвестиционные стратегии управления спекулятивным капиталом на фондовом рынке // Вестник ВолГУ. Серия 3: Экономика. Экология. 2007. №11.

²⁵ Кудрин А. М. Формирование инвестиционной стратегии частного инвестора на фондовом рынке // International scientific review. 2016. №12 (22).

Рисунок 3. Блок-схема построения собственной финансовой стратегии.



Источник: Кудрин А. М. Формирование инвестиционной стратегии частного инвестора на фондовом рынке // *International scientific review*. 2016. №12 (22).

Классификация стратегий.

В зависимости от уровня участия инвестора в принятии инвестиционных решений выделяют активные и пассивные стратегии управления капиталом. *Пассивная стратегия* основывается на эффективности рынка, инвестор не совершает множество операций на

фондовом рынке, и он согласен со среднерыночной доходностью. При *активной стратегии*, наоборот, инвестор согласен брать на себя более высокие риски, так как он стремится заработать больше по сравнению с другими участниками рынка. У крупного (институционального инвестора) существует несколько возможностей работы с активной или пассивной стратегиями:

1. При возможности привлечения инвесторов с разной склонностью к риску, институциональный инвестор может использовать пассивную стратегию путем создания диверсифицированных портфелей с различной степенью риска
2. При наличии собственных торговых систем, система сбора, обработки и анализа рыночной информации (возможно доступа к инсайдерской или эксклюзивной информации), институциональный инвестор может использовать активную стратегию, которая будет заключаться в постоянном пересмотре активов, включенных в портфели, так и в пересмотре пропорций различных активов в данных портфелях.
3. Также возможно использование смешанной (активно-пассивной) стратегии, суть которой заключается в пассивном выборе инструментов инвестирования, но их активном распределении. Возможно также ситуация, в которой часть капитала будет вкладываться в защитные инструменты (например, различные индексы), а часть капитала использует для активной стратегии.

Но в отличие от институционального инвестора у частного (мелкого) инвестора всего два варианта при выборе активной или пассивной стратегии. Выбор будет зависеть от уровня капитала инвестора, его профессионализмом на рынке (начинающему инвестору вряд ли стоит применять активную стратегию), техническими возможностями и другими факторам. Частный инвестор может:

1. Выбрать активную стратегию торговли на фондовом рынке, которая будет сопровождаться высокими транзакционными издержками, а также активным личным участием инвестора. Применение данной стратегии нецелесообразно при отсутствии должного опыта, обладание инсайдерской информации или специфических способностей у инвестора. Но наличие у инвестора специфических способностей потенциально дает ему возможность получения экстраординарной безрисковой прибыли²⁶.
2. Выбрать пассивную стратегию, при которой инвестор может самостоятельно проводить операции на фондовом рынке или же выбрать инвестиционный фонд, который будет соответствовать уровню риск-доходности конкретного инвестора.

²⁶ Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / В. Р. Евстигнеев. М.: Эдиториал УРСС, 2002. – 304 с.

В зависимости от отношения инвестора к уровню приемлемого риска выделяют консервативную, умеренную и агрессивную стратегии. Консервативная стратегия предполагает отсутствие зависимости стоимости капитала инвестора от ценовых колебаний рынка в целом. Иными словами, путем диверсификации портфеля инвестор минимизирует риск, бета-коэффициент портфеля таким образом равняется или стремится к нулю. Типичным финансовым инструментом для консервативной стратегии можно назвать банковский вклад. Риски по данному инструменту минимальны, а доходность позволяет на несколько процентов обогнать инфляцию, тем самым сохраняя инвестору его средства. Но банковский вклад больше инструмент для сохранения капитала, но никак не его приумножения. А вот с помощью облигаций, другого представителя консервативных финансовых инструментов, инвестор может получать доходность и в 10-20%. Но и риски, конечно же будут выше. Стоит запомнить простое, но важное правило: чем выше доходность финансового инструмента, тем выше и его риски. Агрессивная стратегия позволяет инвестору получить максимальную выгоду за счет игры на волатильности тех или иных инструментов путем изменения структуры инвестиционного портфеля. Данную стратегию стоит использовать только с достаточным уровнем знаний насчет финансовых рынков, так как она связана с повышенными рисками. Щанкина А.В. в своей работе «Специфика применения агрессивной и консервативной стратегии управления портфелем финансовых активов» провели сравнительное исследование двух портфелей. Агрессивный портфель (в основном состоящий из акций компаний «голубых фишек») был сформирован в 2010 году с ожидаемой доходностью в 60% годовых, при этом риск составил 8,65%. По итогам 2016 года доходность за 6 лет составила 30,76% годовых, что конечно меньше ожидаемой, но является очень хорошим уровнем доходности. В консервативный портфель автором были включены облигации федерального займа, корпоративные облигации крупных компаний и акции с наименьшим риском для увеличения общей доходности портфеля. Ожидаемая доходность портфеля составила 13,17%, а риск всего 1,29%²⁷. По итогам на 2014 год (разница в периодах расчета для портфелей ставит под сомнение надежность сравнения данных портфелей) консервативный портфель показать среднегодовую доходность на уровне 8,63%, что примерно соответствует средневзвешенным депозитным ставкам за тот период.

Исходя из всего вышесказанного можно составить краткую сводную таблицу стратегий по уровню риска:

²⁷ Щанкина А.В. Специфика применения агрессивной и консервативной стратегии управления портфелем финансовых активов. В кн.: V Международный научно-практический конкурс, Пенза, 2016. С.108-114.

Таблица 3. Финансовые стратегии в зависимости от уровня риска инвестора.

Название стратегии	Характеристика	Уровень риска	Уровень доходности
Консервативная	Поддержание текущих объёмов капитала инвестора	Низкий	До 15-20%
Умеренная	Умеренный рост капитала инвестора	Средний	До 45-50%
Агрессивная	Получение максимальной прибыли в минимальные промежутки времени	Высокий	Свыше 45-50% ²⁸

Источник. Составлено автором.

На инвестиционном рынке сложилось несколько глобальных, общемировых стратегий, которыми пользуются многие частные и институциональные инвесторы²⁹:

1. «Бычья» торговая стратегия, по которой ценные бумаги покупаются по одной цене с целью продажи по другой, более высокой цене.
2. Торговая стратегия «медведей» полностью противоположна «бычьей» стратегии: в данном случае инвестор продает ценные бумаги по одной цене и рассчитывает их купить по другой, более низкой цене. Получается, «медведи» продают ценные бумаги, а «быки» покупают, поэтому падающий рынок называют «медвежьим», а растущий в свою очередь – «бычьим» рынком.
3. Стратегия внутридневной торговли (intraday). Используя эту стратегию, инвестор зарабатывает на краткосрочной внутридневной волатильности ценных бумаг. Однако, нужно понимать, что наряду с получением высоких прибылей, данная стратегия сопровождается повышенными рисками потерь. Данная стратегия требует от инвестора полной концентрации и постоянного внимания из-за своей краткосрочной направленности.
4. Одной из наиболее консервативных и долгосрочных стратегий является стратегия сток-холдеров. Иногда её называют стратегией Уоррена Баффета, в честь известного американского инвестора, который на протяжении большей части своей карьеры придерживался именно этой стратегии. Суть данной стратегии состоит в том, что инвестор зарабатывает не на спекуляциях, а на покупке акций перспективных компаний на несколько лет. Инвестору в данном случае не нужно постоянно быть начеку, так как данная стратегия по своей природе пассивная. Но стоит отметить, что у данной стратегии есть и свои минусы: а) инвестор замораживает свои активы на достаточно большой период в одном активе, в то время как мог за это же время совершить несколько, более прибыльных, сделок; б) долгосрочное прогнозирование часто

²⁸ Самсонова Е.А., Климовских Н.В. Инвестиционные стратегии инвестора на фондовом рынке. В кн.: Общественные и экономические науки в современных исследованиях, Волгоград, 2018.

²⁹ Красова Е. В. Вторичный рынок акций России: направления движения и инвестиционные стратегии // АНИ: экономика и управление. 2017. №3 (20).

сопровождение с неопределенностью, ведь ныне перспективная компания через несколько лет может вовсе не оправдать надежд и обанкротиться. Но всё же, данная стратегия принесла Уоррену Баффету ощутимую прибыль (стратегия почти всегда опережала американские рыночные индексы), а среднегодовой рост его инвестиционной компании «Berkshire Hathaway» составляет 21,6%³⁰.

5. Стратегия следования за лидером или стратегия «леммингов». Данная стратегия подходит для начинающих инвесторов, ведь её основная цель состоит в копировании сделок более опытных и крупных игроков рынка. Например, частный инвестор может составить свой портфель, копируя портфель, составленный известными инвестиционными фондами. Минусом данной стратегии могут являться высокие транзакционные издержки, ведь те же фонды часто пересматривают ценные бумаги, входящие в портфель. Да и к тому же, фонды публикуют информацию о распределении своих портфелей не ежедневно, а с большим лагом. И нужно помнить, что частный инвестор не может позволить себе все финансовые инструменты, доступ к которым есть у квалифицированных инвесторов. Но, как показывает практика, доверия к опыту более крупных инвесторов себя оправдывает, ведь данная стратегия стабильно показывает доходности выше рыночных.

6. Существует также множество смешанных стратегий, в рамках которых инвестор в процентном отношении распределяет свой капитал между различными стратегиями. Например, 50% капитала инвестор вкладывает в перспективную компанию на долгосрочной основе, а на оставшиеся 50% капитала покупает акции компаний, выплачивающих высокие дивиденды.

Но в дальнейшем в нашей работе, исходя из практической привлекательности и реализуемости (авторам было важно апробировать данные стратегии на исторических данных российского фондового рынка), будут более подробно рассмотрены другие стратегии, показавшие свою состоятельность на фондовых рынках развитых и развивающихся стран: высокодивидендные стратегии на примере Dogs of the Dow, стратегия «недооцененного рынка», а также моментум-стратегии инвестирования.

Процесс принятия решений на фондовом рынке всегда связан с риском, ведь данный процесс протекает в рамках существующей неопределенности многих факторов внутренней и внешней среды, что делает и неопределенным конечный результат каждого инвестора. Данные риски можно либо игнорировать, либо минимизировать (например, с помощью хеджирования инвестиционного портфеля). Для четкой оценки уровня рисков можно использовать несколько методов:

³⁰ Хэгстром Р.Дж., Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора. [Пер. с англ. Н. Яцюк] / Роберт Дж. Хэгстром. – Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2015. – 352 с.

1. Самый простой и распространённый метод учета инфляции – использование показателей дисперсии и стандартного отклонения. Стандартное отклонение – это мера риска, позволяющая оценить степень возможного отклонения действительного результата от ожидаемого (например, отклонение доходности портфеля).
2. Также возможно использование коэффициента «бета», который позволяет оценить риск портфеля по сравнению с риском индекса (рынка в целом). Портфели, коэффициент которых больше 1 считаются более рискованными по сравнению с рынком, и наоборот. Например, если рыночный индекс просядет на 1,5%, то портфель с коэффициентом «бета» 2, просядет на все 3%. Но, если рынок растет на те же 1,5%, то портфель в свою очередь уже растет на 3%.
3. Более современным и усложненным показателем считается показатель VaR (Value at Risk, «стоимость под риском») и все его различные модификации. VaR позволяет с определенной вероятностью оценить инвестору в денежном выражении ту сумму, которую он максимально может потерять в заданный период.

$$Var_{\alpha,t} = V_p * \delta_t * Z_\alpha = V_p * \delta_1 * \sqrt{t} * Z_\alpha$$

Таким образом, оценив VaR, можно сформулировать утверждение типа: «На $\alpha\%$ уверены, что не потеряем более, чем q за ближайшие N дней»³¹.

2.2 Высокодивидендные стратегии на примере стратегии Dogs of the Dow

Стратегии инвестирования в высокодивидендные акции используются давно, с 80-х годов XX века. С увеличением количества компаний, которые начинают платить и увеличивать свои дивидендные выплаты, данные стратегии получают всё большую популярность, появляются новые модификации уже старых, проверенных временем, стратегий. Но, к сожалению, на российском фондовом рынке данные стратегии еще не получили достаточную известность. Но с учетом того факта, что российский фондовый рынок является одним из самых высокодивидендных в мире (с 2006 года в среднем 33,8 компаний из 50, входящих в индекс МосБиржи, платили дивиденды)³² со средней дивидендной доходностью в 4,4%³³ (1,97% в США; 3,2% в Европе; 2,4% по развивающимся рынкам), мы предполагаем, что уже в ближайшее время инвесторы обратят внимания на данную группу стратегий. Уже многие авторы (Гальперин М.А. и Теплова Т.В., Сорокин И.А., Володин С.Н. и

³¹ Россохин В.В. Оценка рисков активных и пассивных инвестиционных стратегий // Финансы и кредит. 2012. №2 (482).

³² Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках // Бизнес. Образование. Право. 2019. № 1 (46). С. 335–344.

³³ Носкова Е. Покупки с прицелом на старость [Электронный ресурс] // banki.ru, 2017.

Боренко И.А.) проводят исследования и пытаются адаптировать с помощью различных модификаций существующие стратегии под российский фондовый рынок.

Одной из основных стратегий, ориентированных на высокую дивидендную доходность, является стратегия *Dogs of the Dow*. Впервые данная стратегия была предложена в 1988 году Джоном Слаттером³⁴, но известность и распространение эта стратегия получила чуть позднее, когда свою работу опубликовали Майкл О`Хиггинс и Джон Доунс³⁵. Сама стратегия предполагает вложения имеющихся средств инвестора в 10 самых высокодивидендных акций из индекса *Dow Jones Industrial Average (DJIA)*. Далее, в конце каждого года инвестор пересматривает портфель, исходя из результатов года, и собирает уже новый портфель из 10 акций. Портфель чаще всего будет меняться на 2-3 акции. В этом и заключается вся суть этой непростой стратегии.

В пользу работоспособности стратегии О`Хиггинс в своей работе *Beating the Dow* приводил несколько аргументов. Во-первых, стабильность дивидендных выплат в компании означает её стабильное положение на данный момент, а также высокий размер дивиденда свидетельствует о хороших перспективах компании в будущем. Во-вторых, он предполагал, что дивидендная доходность является индикатором положения стоимости акций компании относительно ее бизнес-цикла. Это объясняется тем, что цена акций компании всегда изменчива из-за действия многих факторов, в то время как дивидендные выплаты находятся на относительно стабильном уровне. Тем самым, О`Хиггинс делал вывод, что высокие дивиденды компания выплачивает, когда находится на дне бизнес-цикла, когда имеет огромный потенциал роста. Такого мнения придерживаются и Фама и Френч, которые в своей работе сделали основной вывод о том, что дивидендная доходность является одним из нескольких опережающих факторов, оказывающих наиболее весомое значение на рост стоимости акций компании. Именно поэтому стратегии, основанные на дивидендной доходности, как индикатора будущего роста цен акций компаний, являются интересными и могут предполагать весьма высокие доходности³⁶.

Но стратегия работает не всегда. Сам же О`Хиггинс говорил, что стратегия может не работать в тех случаях, когда менеджмент компании принимает решение о выплате дивидендов не исходя из внутренних дел в компании, а руководствуясь требованиями извне. Также некоторые компании имеют стратегические бизнес-планы, разработанные на годы вперед и предусматривающие определенные размеры дивидендных выплат. Стратегия не

³⁴ Slatter J. Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners // Wall Street Journal (Eastern edition). — 1988. — August. — P. 1.

³⁵ O`Higgins M., Downes J. Beating the Dow. — N.Y.: Harper Collins, 1991

³⁶ Fama E., French K. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics. — 1988. — No. 1. — P.3–26.

будет работать ещё в том случае, если компания приняла решение выплачивать дивиденды только ради того, чтобы привлечь инвестора в плохие времена. В таком случае, пользуясь данной стратегией, инвестор, скорее всего, понесет убытки, так как компания находится в стагнации, и никакого роста не ожидается. Также в своей статье «The rise and fall of the Dogs of the Dow» авторы говорят, о том, что данную стратегию нельзя использовать как долгосрочные инвестиции³⁷. Авторы показали, что динамика акций, входящих в портфель, была неоднозначной: были как компании с растущей ценой акций, так и компании, акции которых в цене теряли. Но основной вывод работы был в том, что стратегия показывала абсолютно провальные периоды, из-за этого эффективность её работы на ближайшие годы предсказать невозможно: стратегия может несколько лет подряд опережать рынок, но потом за один период очень сильно просесть, что в конечном счете окажется провалом.

Проверить работоспособность данной стратегии многие авторы решили на исторических данных. Если стратегия действительно работает, то она должна приносить инвестору больший доход по сравнению с рынком. Так, в своей работе Джереми Сигель сравнивал доходность стратегии с рынком в промежуток с 1957 по 2003 года. Он пришел к выводу, что доходность индекса *DJIA* в среднем за то время составляла 13%, в то время как портфель, собранный исходя из стратегии *Dogs of the Dow*, показывал доходность в 14,3%. В отдельные годы стратегия обгоняла рынок и на более существенное значение, которое доходило до 5%³⁸. Большинство исследований также показывают, что стратегий *Dogs of the Dow* работает не только для рынка США, но и для других рынков, в том числе рынков развивающихся стран. Анализ, проведенный на рынке Японии с 1981 по 2000 года, показал, что с поправкой на риск с использованием коэффициента Шарпа стратегий показала лучший результат по сравнению с базовым индексом *Nikkei 225*, а именно опередила его на 6,9% за рассматриваемый период³⁹. Также исследование проводилось на примере рынка Финляндии. Авторы статьи «The Dogs of the Dow strategy revisited: Finnish evidence» с помощью приведенных расчетов пришли к выводу, что за рассматриваемый период с 1988 по 2008 года доходность по стратегии в среднем превышала рыночную доходность на 4,5%⁴⁰. Аистов А.В и Кузьмичёв К.Е провели похожее исследование на российском рынке в периоды с конца 2003 года по конец 2010 года. За рассматриваемый период доходность стратегии превысила

³⁷ Domian D. L., Louton D. A., Mossman C. E. The rise and fall of the “Dogs of the Dow” // *Financial services review*. 1998. No. 7. Pp. 145–159.

³⁸ Siegel J. J. *Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns and long-term investment strategies*. New York, McGraw-Hill, 1998. Pp. 246–251.

³⁹ Qiu M., Song Y., Hasama M. Empirical analyses of the “dogs of the dow” strategy: Japanese evidence // *International Journal of Innovative Computing, Information and Control*. 2013. No. 9. Pp. 3677–3684.

⁴⁰ Rinne E., Vahamaa S. “The Dogs of the Dow” strategy revisited: Finnish evidence // *The European Journal of Finance*. 2011. Vol. 17. No. 5-6. Pp. 451–469.

доходность индекса МосБиржи на 11%, но при этом волатильность портфеля, собранного исходя из стратегии, оказалась выше⁴¹. Это можно объяснить тем, что в индекс МосБиржи входит 50 акций, в то время как по стратегии используется только 10. За счет диверсификации волатильность индекса была существенно ниже.

Со временем многими авторами были предложены различные модификации этой стратегии, которые бы позволили увеличить доходность стратегии по отношению к рынку (базовому индексу): изменялось количество акций, входящих в портфель; предлагалось обновлять портфель не в конце года, но в другие месяцы, например, после 1 полугодия; также проводились аналогии с данной стратегией, но с применением других индексов, например, использовались топ-10 высокодивидендных акций из индекса S&P500.

В своей статье *Stocks for the Long Run: the Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategie* Джереми Сигель предложил несколько модификаций стратегии *Dogs of the Dow* и провел сравнительные расчеты индекса в его первоначальном виде и предложенных им вариантов в период с 1973 по 1996 года. Первая модификация предполагала использовать пять наиболее дешевых акций из индекса *Доу Джонса* за последний год, она получила название – Dow 5. Стратегия Dow 4 предполагала убрать самую дешевую акцию из Dow 5, тем самым оставив лишь 4 акции. Также были проверены результаты по стратегии «*Foolish Four*», о которой речь пойдет в работе чуть позже. Итоги расчетов оказались впечатляющими: среднегодовая доходность индекса *Доу Джонса* составила 15,8%, стратегия в её первоначальном виде показала среднегодовую доходность в 20,3%, Dow 5 – 23,4%, Dow 4 – 26,4%, «*Foolish Four*» - 28%⁴². Таким образом, мы видим, что различные модификации позволяют получить доходности выше, чем изначальная предложенная версия стратегии.

Свои версии изменения стратегии *Dogs of the Dow* предлагали и российские авторы. Володин С.Н. и Сорокин И.А. в своей работе «Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке» предложили не только рассмотреть портфели с различным количеством акций, но и изменять акции, входящие в портфель, не в конце года (что принималось другими исследователями как данность, возможно, из-за удобства расчетов и понимания), а в различные месяцы, начиная со 2 полугодия. В первые шесть месяцев менять портфель нецелесообразно, так как многие компании-эмитенты публикуют сведения о выплачиваемых дивидендах только во втором полугодии. В результате у авторов получилось на выходе 36 различных портфелей: из них 30 показали результаты выше среднерыночных

⁴¹ Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. Анализ доходности дивидендных стратегий на российском фондовом рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 35. С. 18–24.

⁴² Siegel J. (2007). *Stocks for the Long Run: the Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategie*. New York: McGraw-Hill.

(базового индекса МосБиржи). Все 6 портфелей, которые показали среднегодовую доходность ниже базового индекса, были сформированы из 1 акции. И это тенденция была ожидаема, так как портфель состоящий из 1 акции, всегда имеет более высокие риски, нежели диверсифицированный портфель. Вторым показателем, который проверяли авторы, явного тренда не выявили. Но можно сказать, что большинство портфелей, собранных в октябре были лучше, чем портфели, собранные в другие месяцы. Из этого эксперимента можно явно сказать лишь то, что изменение портфеля в конце года статистически не оправдано, нет никаких расчетных показателей, доказывающих, что с таким изменением инвестор получит доходность выше. Например, в данных расчетах, портфели, собранные в октябре, в среднем показали доходность на 5,7% выше аналогичных портфелей, собранных в конце года⁴³. Также в своей работе Володин С.Н. и Боренко И.А. предложили использовать дополнительные фильтры по финансовым показателям, что позволяет оценивать текущее финансовое положение компании, что в свою очередь, дает более полную картину при выборе той или иной компании для включения в портфель. Из-за того, что отдельные показатели могут подходить для одной отрасли, а для другие быть совершенно непоказательны, авторами было принято решение взять наиболее универсальные показатели, такие как ROA и P/E. Таким образом в модели было использовано три показателя: уровень дивидендной доходности, а также ROA и P/E. Сначала ранжирование проводилось отдельно по всем трем показателям, далее для каждой акции вычислялся средний ранг с учетом одинакового веса каждого из показателей. И уже потом, исходя из количества акций, включенных в портфель, отбирались акции с наивысшим рангом (для стандартной стратегии *Dogs of the Dow* 10 акций с наивысшим рангом). Результаты расчетов с 2006 по 2016 года показали, что максимальный результат по авторской модели оказался на 6% выше, чем максимальный результат по изначальной модели *Dogs of the Dow* (25,2% против 19,3%). Также авторы пришли к немало важному выводу о том, что добавление в модель финансовых показателей уменьшает зависимость от уровня диверсификации модели⁴⁴.

Наверное, самой известной модификацией данной стратегии стало уменьшение количества акций с 10 до 5, что привело к появлению малого индекса «Собаки Доу» - *Small Dogs of the Dow*. Существует также стратегия «*Foolish Four*», предложенная братьями Дэвидом и Томом Гарднерами: суть данной стратегии заключается в том, что из того же индекса *DJIA* выбирается 10 компаний с наивысшей дивидендной доходностью, затем из этой выборки отбрасываются 5 компаний с наибольшими ценами (остаются 5 компаний с самыми

⁴³ Володин С.Н., Сорокин И. А. Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // Управление корпоративными финансами. 2014. № 6 (66). С. 382–390.

⁴⁴ Володин С.Н., Боренко И. А. Высокодивидендные портфели с фильтрами по финансовым показателям // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2018. № 4. С. 59–79.

дешевыми акциями). Далее отбрасывается самая дешевая (недооценённая) акция, чтобы избежать риска банкротства данной компании. Остаются четыре акции, которые называются «дурацкая четверка». В самую дешевую из них вкладывается 40% портфеля, а на оставшиеся 3 акции приходится по 20%. По данным The Motley Fool, данная стратегия могла принести за последние 25 лет инвестору среднегодовую доходность в 24,5% годовых, при том, что средняя доходность индекса *DJI* составила 15%. Но при изучении данной стратегии, МакКвин, Шелдс и Торлей пришли к выводу, что при учёте налогообложения и транзакционных издержек, связанных с постоянным реформированием портфеля, стратегия не позволит получить инвестору большую доходность по сравнению с рыночной⁴⁵.

В расчетах нами будет использована только стратегия *Dogs of the Dow* в её первоначальном виде, а также с использованием ряда модификаций. Кроме стандартных изменений, связанных с количеством акций в портфеле, мы возьмем наиболее успешные модификации российских исследователей: различные месяцы реформирования портфеля, а также использование фильтров по финансовым показателям. В связи с тем, что в индекс МосБиржи входят компании из узкого круга отраслей, нами предлагается также модификация индекса, в которую будет входить только одна компания из каждой отрасли.

2.3 Стратегия «относительной стоимости»

Стратегия «относительной стоимости» относится к пассивно-активным стратегиям. Данная стратегия основывается на теории эффективности рынков Ю. Фама, а именно на допущении о наличии рынков со слабой и средней эффективностью и предположении об долгосрочной эффективности рынка в целом. Отдельные активы под воздействие различных факторов могут демонстрировать отклонение своих показателей от среднерыночных. Основой стратегии «относительной стоимости» является сравнение определенных характеристик одной ценной бумаги с характеристиками другой, близкой ценной бумагой с предположением о перспективе сближения их цен и доходностей. Исходя из теории эффективности рынков, инвестор основывается на том, что активы должны восстановить значения своих относительных показателей к рынку в целом, то есть восстановить свою стоимость. Такие активы и называются недооценёнными относительно рынка, их текущая цена значительно отклонена от цен, сформированных на открытом рынке на похожие активы.

Таким образом, основная суть стратегии заключается в поиске акций недооцененных компаний или акций компаний, которые под воздействием внешних или внутренних факторов,

⁴⁵ McQueen G., Shields K., Thorley S.R. Does the 'Dow-10 Investment Strategy' Beat the Dow Statistically and Economically? // *Financial Analysis Journal*. 1997. № 4. С. 66-72

потерпели значительное снижение, но в будущем планируется не только возврат к прежним уровням, но и рост стоимости акций. Одним из недавних примеров акций компаний, которые подходят под стратегию «относительной стоимости», является компания Boeing. После крушения лайнера нового типа Boeing 737 Max 8 в Эфиопии 10 марта 2019 года, акции компании рухнули в моменте на 11% на NYSE, а к августу стоимость одной акции опустилась в район 320\$ (до катастрофы 422\$). Но после этого акции компании вошли в восходящий тренд, к концу ноября акции уже стоят 372\$. Это связано с сильными фундаментальными характеристиками компании, увеличивающимся оборонным заказом от правительства США и модернизацией тех самых Boeing 737. Таким образом, инвестор, купив акции Boeing в августе, к данному моменту мог заработать целых 48,75% годовых.

Сторонники стратегии «относительной стоимости» делают акцент на реальном состоянии бизнеса и перспективах его развития, а рыночные колебания считаются краткосрочным явлением, а в долгосрочной перспективе паритет стоимости компании восстановится по отношению к аналогичным компаниям.

В своей работе «Анализ ценных бумаг» Бенджамин Грэхем привел ряд критериев, по которым следует определять недооцененность компании⁴⁶:

1. Показатель P/E не выше среднеотраслевого и не превышает 15
2. Показатель P/B не более 1,5
3. Значительный рост прибыли на акции в среднем за последние 5 лет
4. Положительная рентабельность капитала в среднем за последние 5 лет

Данные критерии полезны при поиске недооценённых компаний на рынке, но для более точного отбора компаний можно воспользоваться коэффициентом Грэхама, который рассчитывается довольно-таки просто, но его практическая значимость довольно высока.

$$\text{Net Current Asset Value} = \frac{(\text{Total Current Assets} - \text{Total Liabilities})}{\text{Issued Shares}}$$

Расчет коэффициента основывается на расчете чистых текущих активов на одну акцию. Само по себе значение коэффициент ни о чем не говорит, лишь только если оно отрицательное, то тогда компания ведет деятельность себе в убыток. Для практических выводов полученное значение коэффициента необходимо сравнить с рыночной ценой акции. Если цена находится в диапазоне 50-70% от коэффициента, то компанию можно считать недооценённой. Если цена больше, то значит компания на рынке переоценена, а если меньше – то компания слишком недооценена, есть угроза банкротства, или же данная цена обусловлена влиянием внешних факторов, например, политических.

⁴⁶ Бенджамин Грэхем, Дэвид Долл. Анализ ценных бумаг / Security Analysis. – М.: Вильямс, 2016. – 880 с.

Таблица 4. Коэффициент Грэхема российских компаний.

Компания	Цена акции	Коэффициент Грэхема	Соотношение	Вывод
Сафмар	481	776,7	62%	Компания недооценена
Лукойл	6190,5	6343,9	98%	Компания переоценена
Аэрофлот	102,0	-29,8	-343%	Компания убыточна
Сургутнефтегаз	43,075	121,1	36%	Компания слишком недооценена
Интер РАО	4,6	7,3	63%	Компания недооценена

Источник: рассчитано автором.

При первичном анализе российских компаний, мы пришли к выводу, что лишь небольшое количество компаний подходит под критерии коэффициента Грэхема, например, Интер РАО и Сафмар. В основном, большинство российских компаний слишком сильно недооценены, это может быть связано с недостаточной развитостью российского фондового рынка или политическими и прочими рисками отдельных компаний.

Уоррен Баффет, ученик Бенджамина Грэхема, также предложил несколько дополнительных показателей для определения недооценённых компаний: значение ROE (рентабельности капитала) и ROS (рентабельности продаж) должны быть выше, чем в среднем по отрасли⁴⁷. Тем самым, Уоррен Баффет добавил к изначальной модели критерии прибыльности для инвестора, рассчитывающего получить повышенную доходность от владения акциями недооценённых компаний.

Существует несколько индексов компаний с малой капитализацией. Данные индексы по своей сути объединяют именно недооценённые компании на рынке. Самые популярные из них – это Russel 2000. Данный индекс включает в себя 2000 акций компаний малой капитализации рынка США. Средняя капитализация данных компаний составляет 255 млн. долларов. С 2012 по 2015 года индекс Russel 1000 показал рост в 53,72%, в том время как индекс MSCI World (индекс глобального состояния рынка акций) – 25,06% при уровне стандартного отклонения 17% у обоих индексов⁴⁸.

⁴⁷ Н. Волобуева. 17 поразительных фактов об Уоррене Баффете и его богатстве.

⁴⁸ Байбулекова Л.А. Современные эффективные инвестиционные стратегии: стратегия «относительной стоимости» // Вестник университета Туран. 2017. №2 (74). С. 32-39.

Таблица 5. Динамика доходности индексов 2012-2015 г., в %.

Индекс	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	Итого за 4 года
iSharesRussel 1000 Value	17,28	13,21	32,18	-8,95	53,72
MSCI World	13,26	13,73	4,95	-6,88	25,06

Источник. Байбулекова Л.А. *Современные эффективные инвестиционные стратегии: стратегия «относительной стоимости».*

С 2016 года на Московской бирже началась публикация индекса МосБиржи средней и малой капитализации (MCXSM). На данный момент в индекс входит 26 компаний, например, такие как Лента, АФК Система, Ростелеком, Детский мир, и даже такая крупная компания по мнению обычных граждан – Аэрофлот. Минимальная капитализация компании, входящей в индекс, - 11,4 млрд. рублей, максимальная – 264,5 млрд. рублей. За 2017 год индекс показал доходность в -11,4%, в 2018 – -14,2%, но уже за первые девять месяцев 2019 индекс показал доходность в 9,2%⁴⁹. На данном этапе индекс ещё не получил достаточной популярности ввиду его слабой популяризации среди инвесторов, так объем торгов индекса (2 млрд. руб.) в 9 раз меньше объема торгов индекса голубых фишек и в 12 раз меньше объема торгов индекса МосБиржи.

Недооцененные компании также встречаются и при проведении IPO (Initial Public Offering, первичное публичное размещение). При IPO стандартная ситуация, когда цена размещения заведомо устанавливается ниже справедливой рыночной цены. Например, американская IT-корпорация Netscape изначально установила цену при размещении в 28\$ за акцию, что вызвало настолько чрезмерный интерес со стороны инвесторов, что из-за слишком большого количества заявок торги пришлось остановить на несколько часов. К концу торговой сессии стоимость акции достигала 71\$⁵⁰.

Таблица 6. Показатели IPO с 1975 по 2003 года в США.

Годы	Количество IPO	Средний рост котировок в первый день, %	Суммарная выручка, в млн. долл.
1975-1979	112	5,7	1 124
1980-1989	2 392	6,8	63 021
1990-1999	4 145	20,9	295 153
2000-2003	604	39,5	132 379
Итого	7 253	17,6	491 677

⁴⁹ Интернет-ресурс: moex.com

⁵⁰ Grinblatt M., Titman S. Financial markets and corporate strategy. – McGraw-Hill, Inc., 2002.

Источник. Ендропова В.Н., Рязкова С.В. Инвестиции в акции, недооцененные при первичном размещении.

Как мы можем видеть из таблицы, в среднем в первый день после размещения стоимость акций растет на 17,6%, но в то же время стоит отметить тот факт, что именно в последние годы наблюдается сильная недооценка компаний, выходящих на IPO. Во-первых, в изначальном занижении цен заинтересованы инвестиционные банки, выступающие андеррайтерами размещения. Цены закладываются ниже рыночных во избежание ситуации, когда спрос на акции оказывается недостаточным, и андеррайтер остается на руках с этими акциями. Это влечет за собой репутационные и прямые (издержки владения непроданными акциями) издержки для инвестиционных банков, осуществляющих первичное размещение. Во-вторых, в занижении цены заинтересована и компания – эмитент. Последующий после размещения рост стоимости акций компании позволяет ей привлекать дополнительный капитал в тот момент, когда акции компании уже свободно обращаются на рынке⁵¹. Но для инвесторов, решивших заниматься инвестированием в IPO, не все так радужно. В долгосрочной перспективе после размещения стоимость акций компаний неуклонно снижается. И через пять лет стоимость портфеля из IPO будет составлять лишь 70-80% от стоимости портфеля, составленного из ценных бумаг NYSE или AMEX⁵².

2.4 Стратегии, основанные на моментум-эффекте

Интуитивно многие инвесторы понимали существование на рынке некой инерционности (цены акций подвержены определенным трендам, они следуют импульсному толчку), но не было никаких математических и расчетных доказательств. Роберт Леви первым в 1967 попробовал объяснить данный феномен и показал, что доходность акций тех компаний, которые за последние 27 недель превышали доходность других компаний, превосходит среднерыночную доходность и в будущем на определенном интервале времени⁵³. В последствие многие авторы и исследователи обратили внимание на данный феномен: Джегадиш (1990-1993), Титман и Гринблатт (1989-1991), Браун (2008), Фаббози (2012), Фама и Фенч (2012). Наиболее успешным оказалось исследование Фамы и Фенча, которые добавили в свою изначальную трехфакторную модель, ещё один фактор – попадание акции в группу «победителей» или «проигравших» рынка. Данный рыночный феномен получил название моментум-эффекта. Под моментум-эффектом понимается ценовая аномалия на рынке

⁵¹ Welch I. Seasoned Offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings // The Journal of Finance, Vol. 44, №2, 1989, pp. 421 – 449.

⁵² Loughran T., Ritter J., Rydqvist K. Initial Public Offerings: International Insights

⁵³ Роберт Шиллер. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками // Irrational Exuberance. Second Edition Revised & Updated. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 422 с.

инвестиционных активов, когда портфели, сформированные по принципу результатов прошлой деятельности, показывают избыточную доходность к заданному бенчмарку (например, рыночному индексу)⁵⁴. При использовании моментум-стратегии инвестор вкладывается в акции или другие финансовые инструменты, которые показали высокие доходности (или высокий результат в соотношении риск-доходность). Такие акции называются «победителями» рынка, так как они обыгрывают и фондовый рынок в целом и группу «проигравших». Исследования, также показывают, что моментум-стратегии показывают неплохие результаты и на других финансовых активах, но основным активом данной стратегии все же остаются акции. Основные ограничения и недостатки стратегии заключаются в правильно подобранном моменте входа (покупки) в акции и степень развитости рынка: успешность применения стратегии обеспечена только на определенном временном интервале, после которого идет тенденция на разворот, и также стратегия применима только для развитых рынков. Выделяется следующая классификация поведения акций в рамках моментум-эффекта:

1. Разворот в пределах месяца – в данном случае «вчерашние победители» быстро разочаровывают инвесторов и происходит снижение цен акции
2. Разворот в пределах года – инвесторы готовы следовать прошлым устойчивым тенденциям на отрезке от 3 до 9 месяцев
3. Вторичный разворот – происходит вторичная потеря привлекательности «победителей» для инвесторов (наблюдается после 3-5 лет)

Для более точного прогнозирования эффективности данной стратегии принято игнорировать первый месяц до момента инвестирования (есть высокий риск разворота). Поэтому принято использовать подход: число месяцев для формирования портфеля = число месяцев держания позиции по портфелю – 1.

При вторичном развороте используется стратегия «против течения», в которой инвестор делает ставку на «проигравших» и шортит акции бывших «победителей». Данная стратегия была практически реализована и подтверждена Дебонтом и Талером: на основе 3-5 летнего периода при выявлении «победителей» и «проигравших» инвестор получает статически значимую прибыль. Была выявлена на данном временном интервале отрицательная автокорреляция в доходностях данных типов компаний⁵⁵.

Для проведения статистически значимого и актуального исследования по моментум-стратегии необходимо построение портфелей «победителей» и «проигравших», а также

⁵⁴ Микова Е.С., Теплова Т.В. Особенности моментум-стратегий на российском фондовом рынке // Финансовые исследования. 2013. №4 (41).

⁵⁵ De Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? The Journal of Finance. Vol. 40, no. 3, pp. 793-805, 1985.

статистическая оценка премии. Изначально предполагается, что инвестор может также использовать арбитражную стратегию: покупать акции «победителей» и продавать акции «проигравших». Для определения в какую группу попадает та или иная акция, существует две методики:

1. *Децильная/квантильная методика*. Отбор акций по данной методике заключается в их ранжировании по убывающей в зависимости от выбранного критерия (например, по наблюдаемой доходности за определенный период), далее происходит распределение на группу. При разбиении на децили формируется 10 равных по числу акций групп, при квантилях – 5 групп. «Победителями» становятся акции из верхнего дециля/квантиля. По данной методике веса в портфеле распределяются либо в равных долях, либо в зависимости от капитализации компании (чем больше капитализация, тем выше вес).

2. *«Взвешенная относительной силы» Р. Леви*. Начальная стадия отбора акции по данной методике не отличается от первой (происходит ранжирование по критерию), но далее формируется всего 2 группы: «победители» показали результат лучше рынка, а «проигравшие» оказались хуже (например, если критерием выбрана доходность за определенный период, то чтобы попасть в группу победителей акции должны показать доходность выше среднерыночной). В отличие от децильно-квантильной методике, веса распределяются не в равных долях, а пропорционально от полученного результата (чем большую доходность показала акций, тем больший вес ей присваивается). Данная методика нам видится менее привлекательной, так как у неё существует два основных недостатка: формируется всего два очень крупных портфеля, что существенно увеличивает транзакционные издержки инвестора, а также распределение весов в портфеле путем сравнения доходностей может привести к ситуации, когда наибольший вес в портфеле получается неликвидная компания, которая за прошлый период показала такую высокую доходность за счет неких спекуляций.

Кроме того, важным моментом при формировании портфеля по моментум-стратегии, является определения того самого критерия, по которому будут ранжироваться акции по группам. Чаще всего используется помесечная прошлая доходность акций, реже могут использоваться доходности за другие периоды (квартал, год) либо же ранжирование акций по различным коэффициентам риска (Сортино, Шарпа).

Последним важным элементом является определение стратегии ребалансировки портфеля. Инвестор может выбрать полную ребалансировку портфеля (full rebalancing) или частичную (partial rebalancing). При полной ребалансировке меняется весь набор акций, входящих в портфель, в начале каждого периода владения портфеля (месяц, квартал, год). При частичной набор акций меняется ежемесячно, вне зависимости от продолжительности периода

владения акциями. Исследователи и инвесторы предпочитают частичную перебалансировку, так как данный метод позволяет увеличить число наблюдений.

В своем исследовании Микова и Теплова провели анализ эффективности моментум-стратегий на российском фондовом рынке, оценивая 166 акций российских эмитентов в период с 2004 по 2012 года. При формировании портфелей была использована децильная методика: первые 10% акций с наибольшими доходностями являются акциями «победителей», последние 10% акций с наименьшими доходностями – акции «проигравших». Под периодом формирования принято считать период, в течение которого происходит процесс отслеживания прошлой доходности (3,6,9,12 месяцев), Win и Loss – среднемесячные доходности портфелей «победителей» и «проигравших» за вычетом безрисковой ставки, под Win-Loss авторы рассматривают арбитражную стратегию с нулевыми издержками.

Таблица 7. Эффективность моментум-стратегий на российском фондовом рынке.

Период формирования	Период инвестирования	Win,%	Loss,%	Win-Loss,%	t-статистика
3	3	2,78	0,44	1,51	1,7323
	6	2,50	1,11	0,54	0,6123
	9	1,92	1,57	-0,49	-0,6412
	12	1,51	1,82	-1,16	-1,6849
6	3	2,26	1,42	0,00	-0,0008
	6	1,49	1,64	-0,99	-0,8561
	9	1,18	1,83	-1,51	-1,5013
	12	1,21	2,06	-1,70	-1,9132
9	3	1,10	1,49	-1,24	-0,9154
	6	0,86	1,81	-1,80	-1,4863
	9	0,79	2,12	-2,19	-2,0119
	12	0,65	2,09	-2,28	-2,3416
12	3	1,08	2,07	-1,83	-1,3142
	6	0,84	2,30	-2,32	-1,9230
	9	0,75	2,32	-2,41	-2,1513
	12	0,70	1,84	-1,97	-1,9739

Источник. Микова Е.С., Теплова Т.В. Особенности моментум-стратегий на российском фондовом рынке.

Анализируя данную таблицу, можно прийти к нескольким выводам:

1. На российском фондовом рынке существует только краткосрочный моментум-эффект (3-3) с избыточной месячной доходностью в 1,5%.
2. Инвестирования на длительном периоде в акции «победителей» приносит только отрицательную доходность, так как акции «проигравших» начинают превосходить их в доходности.
3. В отличие от развитых рынков, обратный разворот на российском рынке происходит в течение года, а не на долгосрочном временном горизонте (от года до 3 лет).

Таким образом, можно сделать общий вывод, что для российского фондового рынка, относящегося к развивающимся рынкам, не характерны типичные особенности моментум-стратегий. Это объясняется применением данных стратегий только для развитых рынков и недостаточным изучением на рынках развивающихся стран. На российском рынке, в частности, лучше работает обратная стратегия – стратегия «против тренда», а моментум-стратегия действует только в краткосрочном виде.

Глава 3. Анализ эффективности финансовых стратегий

3.1 На примере стратегии Dogs of the Dow

Проанализируем дивидендные стратегии формирования портфеля на основе высокодивидендных акций российского фондового рынка. В качестве основной и базовой стратегии рассмотрим классическую Dogs of the Dow. Стратегия тестируется на временном интервале с середины 2006 года по конец 2019. Для анализа использовались данные о дивидендах и доходности акций, полученные из баз данных Thomson Reuters и Bloomberg, открытой отчетности компаний, а также котировки индекса МосБиржи и иная информация, представленные на официальном сайте биржи.

Предположим, что начальные инвестиции инвестируются в одну, три, пять, семь или десять ценных бумаг. Выбранные акции включались в портфель в равных долях (наивно диверсифицированный портфель). Через год портфель пересматривается непосредственно инвестором. При пересмотре портфеля акции заново ранжируются в зависимости от дивидендной доходности, и принимается решение, какие акции следует исключить из портфеля (продать), а какие добавить в портфель (купить).

В отличие от классической стратегии Dogs of the Dow, в авторской модели содержится две переменные, нахождение оптимальных значений каждой, которые позволили бы наиболее эффективно применять стратегии на различных фондовых рынках, и является конечной целью исследования. Первой переменной является количество акций, включающиеся в портфель. В базовой стратегии этот параметр неизменный и составляет 10 самых высокодивидендных акций из списка рыночного индекса (в классической версии DJIA). Однако, как показали многие исследования зарубежных авторов, проведенные как на развивающихся рынках, так и на развитых, невозможно утверждать, что стратегия из 10 акций приносит наибольшую доходность. Более того, во многих исследованиях, модели с меньшим количеством акций в портфеле были успешнее классической версии. Поэтому, как мы говорили уже выше, в нашей модели мы будем рассматривать портфели с 1, 3, 5, 7 и 10 акциями. Это позволит нам определить оптимальный (с наилучшим показателем доходности) по размеру входящих акций высокодивидендный портфель конкретно для российского фондового рынка. Второй переменной в нашей модели будет момент входа на рынок, то есть месяц формирования изначального портфеля и ежегодной ребалансировки. Влияние данной переменной до сих пор было изучено только одними авторами, которые не нашли никакой взаимосвязи между входом на рынок и доходностью вариаций стратегии Dogs of the Dow, поэтому включение данной переменной является важной составляющей авторской модели. Другими авторами идея изменения структуры портфеля в конце года, как в классической версии, принималась как

данность, хотя никаких факторов в пользу именно последнего месяца года не было, кроме как фактора практического удобства. Мы ставим под сомнения данную теорию и планируем составлять портфели с июля по декабрь. Выбор именно второго полугодия связан с тем, что в первые шесть месяцев многие компании ещё не публикуют информацию о своих дивидендных выплатах, поэтому включать данные месяцы в выборку нецелесообразно из-за невозможности определения дивидендной доходности конкретных эмитентов. Включение данного параметра позволит нам сделать вывод об оптимальном месяце формирования и реформирования портфеля из высокодивидендных акций.

В качестве альтернативы высокодивидендным стратегиям был выбран индекс МосБиржи, который по своей сути отражает рыночную динамику, что позволяет нам сравнивать доходности стратегий со среднерыночными. Также все акции были отобраны именно из индекса МосБиржи, который на текущий момент является ключевым индексом российского фондового рынка и включает в себя акции самых крупных эмитентов нашего рынка.

Для составления рейтинга акций по наилучшей дивидендной доходности из индекса МосБиржи, мы воспользовались следующей формулой:

$$D = \frac{div}{P_0},$$

где

D – дивидендная доходность акции;

div – дивиденды, выплаченные за определенный год;

P_0 – цена акции, на момент составления портфеля.

Таким образом, если портфель составлялся в декабре месяце, то цену акции мы брали на 1 декабря. В ходе проведенного исследования с использованием различных настраиваемых параметров нами было получено 30 высокодивидендных портфелей, основанных на базовой стратегии Dogs of the Dow. В табл. 8 представлены результаты среднегодовых доходностей всех этих портфелей. Из анализа данной таблицы можно сделать несколько важных выводов:

1. Ни одна стратегия не показала отрицательной доходности. Более того, только 2 из 30 стратегий показали доходность ниже рыночной (индекса МосБиржи). Это были портфели, включающие в себя 1 акцию и составленные в сентябре и ноябре. Настолько низкие показатели доходностей объясняются высокой волатильностью портфелей, состоящих из 1 акции, так как в таких портфелях нет никакой диверсификации. Но, волатильность может быть и положительной. Например, если посмотреть на портфель, составленный из 1 акции в июле месяце, то мы видим наибольшую доходность вообще из всех 36 портфелей – 28,93%.

2. На всем горизонте исследования, итоговая доходность практически никак не зависит от количества акций в портфеле: среднегодовые доходности варьировались от 11,79% до 13,02%. Но, с учетом волатильности, мы видим, что чем больше ценных бумаг в портфеле, тем ниже стандартное отклонение доходности, то есть риск портфеля.

3. Средние значения портфелей, собранных в различные месяцы, говорят нам о том, что наилучшим временем ребалансирования портфеля является июль месяц. И чем ближе к концу года, тем ниже среднегодовые доходности портфеля. Базовая модель стратегии Dogs of the Dow (ребалансировка в декабре) оказалась лишь лучше ноябрьских портфелей. Единственным объяснением того, почему такие низкие доходности получились у портфелей, собранных под конец года, является то, что пик кризисов 2008 и 2014 года в России пришелся именно на ноябрь и декабрь, а к середине следующего года котировки многих компаний и индекса МосБиржи уже восстановились. Таким образом, портфели, собранные под конец года, получили двойной урон от кризисов, в отличие от портфелей, собранных в середине года.

Таблица 8. Среднегодовая доходность высокодивидендных портфелей.

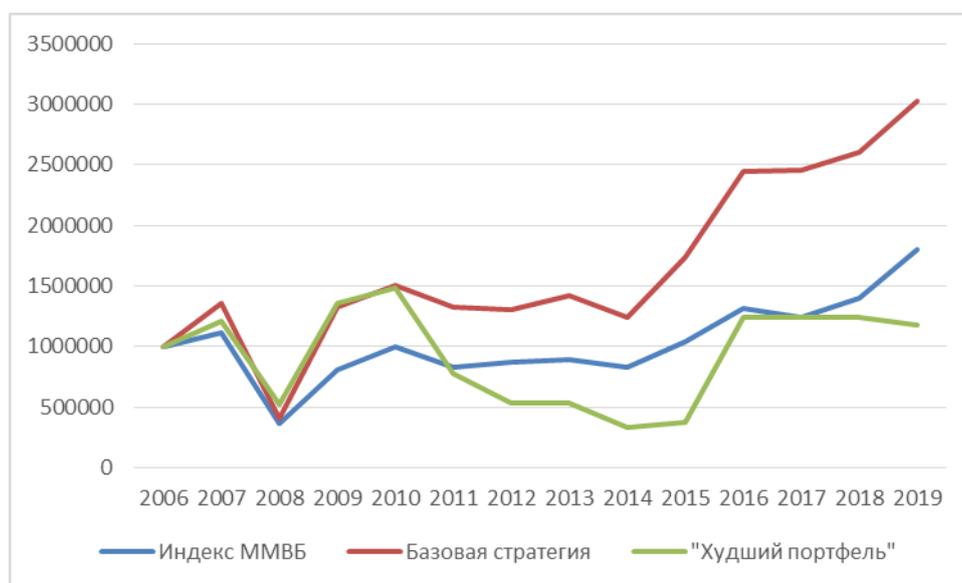
Месяц формирования портфеля	Доходность, %						
	Количество акций в портфеле					Среднее значение	Индекс МосБиржи
	1	3	5	7	10		
7	28,93	19,62	16,54	14,91	15,92	19,18	5,41
8	25,52	17,68	13,91	15,28	14,73	17,42	5,02
9	3,65	12,00	13,46	15,10	14,25	11,69	5,51
10	10,25	12,98	12,89	11,84	13,62	12,32	5,59
11	1,29	6,27	6,81	7,58	8,93	6,18	5,03
12	8,45	9,55	7,14	7,37	8,91	8,28	4,62
Среднее значение	13,02	13,02	11,79	12,01	12,73	-	5,20
Стандартное отклонение доходности	11,52	4,98	3,94	3,74	3,05	-	-

Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Для более наглядного представления полученных результатов инвестирования, представим, что у инвестора в 2006 году (дата начала исследования) был 1 млн. рублей, которые он и вложил в высокодивидендные портфели. Портфель с наибольшей среднегодовой доходностью (вложение в 1 самую высокодивидендную акцию каждый июль) принес бы в 2019 году инвестору 27,2 млн. рублей, портфель с наименьшей среднегодовой доходностью

всего 1,2 млн. рублей, а базовая стратегия Dogs of the Dow – 3,1 млн. рублей. Вложение средств только в индекс МосБиржи принесло бы инвестору 1,8 млн. рублей, что на 42% меньше результата базовой стратегии. Таким образом, мы видим, что инвестирование в высокодивидендные акции в 95% случаев принесет большую доходность по сравнению с инвестированием лишь в индекс, отражающий среднерыночную динамику.

Рисунок 4. Сравнение высокодивидендных портфелей и индекса МосБиржи.



Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Следует отметить, что в проведенном анализе мы не учитывали транзакционные издержки (авторам не удалось найти достоверной информации об уровне брокерских комиссий за годы исследования) и уровень риска инвестиционных стратегий. Но важно упомянуть тот факт, что многие исследователи данной тематики приходят к выводу, что «если на развитых рынках транзакционные издержки могут играть значительную роль в изменении стоимости портфеля (так как доходности развитого рынка низки), то на примере российского фондового рынка даже такая большая величина транзакционных издержек не существенна на фоне общей доходности»⁵⁶.

Таблица 9. Top-10 компаний из стратегии Dogs of the Dow, 2014-2019 г.г.

Компания	Год					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Сургутнефтегаз (п)	х	х			х	
ММК				х	х	х
МТС	х	х	х	х		
Норильский никель	х	х	х		х	х

⁵⁶ Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. Анализ доходности дивидендных стратегий на российском фондовом рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 35. С. 18–24.

Татнефть (ап)			х	х	х	х
Татнефть (об)				х	х	х
Северсталь	х	х	х	х	х	х
НЛМК		х		х	х	х
Группа ЛСР	х	х	х	х		х
ФСК ЕЭС		х		х	х	

Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

В табл. 9 мы видим список компаний, которые чаще всего попадали в топ-10 по наивысшей дивидендной доходности с 2014 по 2019 года. Любопытно, что 7 из 10 компаний, относятся к добывающей отрасли: нефтяные, сталелитейные и металлургические компании. Это неудивительно, ведь именно в данной отрасли за последние годы наблюдается рост доли чистой прибыли, отнесенной на выплаты дивидендов акционерам, особенно это заметно на привилегированных акций, где дивидендные доходности могут достигать 10-15%. Также из данной таблицы, мы видим, что только акции Северстали на всем протяжении входили в расширенный портфель Dogs of the Dow, состоящий из 10 акций. Остальные же компании, то выпадали из данного портфеля, то заново туда включались. Данный факт является следствием нестабильной дивидендной доходности ценных бумаг на российском фондовом рынке: например, из-за изменения внешней конъюнктуры (падения цен на сталь), резко уменьшаются доходы сталелитейных компаний, и они вынуждены уменьшать дивидендные выплаты своим акционерам. Если посмотреть на весь временной горизонт исследования, то в среднем портфель каждый год менялся на 4,46 акций. В то время, как зарубежные исследователи при изучении данной тематики приходили к цифрам 2,96⁵⁷ для американского фондового рынка и 2,5⁵⁸ для канадского. Это ещё раз подтверждает более сильную волатильность дивидендных выплат на российском фондовом рынке по сравнению с зарубежными.

По итогам исследования высокодивидендных стратегий на основе Dogs of the Dow на российском фондовом рынке мы видим, что только 2 из 30 анализируемых стратегий показали меньшую доходность по сравнению с рынком, под которым мы подразумевали индекс МосБиржи. Многие наши выводы соотносятся с результатами, которые были полученные авторами, изучающими данные стратегии на российском фондовом рынке в прошлые годы (до 2014 года), а также с результатами зарубежных авторов, полученными на развивающихся латиноамериканских рынках, Китае и Канаде. Но наши результаты не совпадают с

⁵⁷ McQueen G., Shields K., Thorley S. R. Does the «Dow-10 Investment Strategy» Beat the Dow Statistically and Economically? // Financial Analysis Journal. 1997. № 4.

⁵⁸ Filbeck C., Visscher S. Dividend Yield Strategies in the Canadian Stock Market. // Financial Analysts Journal. 2003. № 1.

результатами по рынкам США и Великобритании. Таким образом, мы можем говорить, что избыточная доходность и высокая волатильность в дивидендных стратегиях свойственна развивающимся рынкам, к которым относится и российский.

3.2 На примере стратегии «относительной стоимости»

Для составления портфеля из недооценённых компаний российского фондового рынка также был использован индекс МосБиржи. Исследование проводилось с 2015 по 2019 года, так как за прошлые годы по многим из компаний было недостаточно информации для проведения корректных расчетов. Как мы уже говорили выше, данная стратегия связан с именем Бенджамина Грэхема и его коэффициентом, который рассчитывается, как соотношение чистых активов компании к количеству эмитированных акций. По сути, данный коэффициент показывает справедливую стоимость акции. Сравнив коэффициент с рыночной стоимостью акции, мы можем определить к какому классу она относится:

1. Убыточные компании. Если чистые активы компании отрицательны, независимо от количества эмитированных акций, мы исключаем данную компанию из портфеля, так как она убыточна.
2. Слишком недооцененные компании. Если соотношение рыночной стоимости акции к её справедливой стоимости по коэффициенту Грэхема менее 50%, то данная компания слишком сильно недооценена, то есть кроме рыночных факторов на данную компанию есть сильное влияние извне, например, санкции, политические риски и др.
3. Недооценённые компании. Именно акции из этого класса включаются в портфель по стратегии Грэхема. Чтобы акция входила в портфель, она должна удовлетворять критерию соотношения рыночной стоимости акции к справедливой в диапазоне 50-70%.
4. Переоценённые компании. Если рыночная стоимость акций компании составляет более 70% от её справедливой стоимости, то данная компания переоценена рынком. Конечно, недостатком стратегии Грэхема является не учёт в его расчетах НМА и гудвилла, которые иногда могут быть намного больше материальных активов компании. Например, по нашим результатам к переоценённым компаниям в том числе была отнесена и компания Яндекс, что исключило её из портфеля. Но вряд ли Яндекс можно назвать переоценённой компанией, ведь многие IT-компании не обладают большими материальными активами, а имеют такую большую капитализацию в основном за счет своих НМА и гудвилла.

Рисунок 5. Структура компаний по коэффициенту Грэхема.



Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Из рис. 5 мы видим, что в течение периода исследования большинство компаний российского фондового рынка (входящие в индекс МосБиржи) были именно переоцененными, хотя многими аналитиками и экспертами российский рынок считается недооценёнными по сравнению с аналогами. Но стоит сказать, что всё же немалое количество было и слишком недооценённых компаний, что в подавляющем большинстве случаев связано с санкционными и политическими рисками российских компаний. Недооценённых компаний, которые были включены в портфель, в среднем за годы исследования было 8,6, что составило примерно 19% из всех компаний, входящих в индекс МосБиржи. Только в 2015, 2017 и 2018 наблюдалась 1 убыточная компания из всего списка.

Таблица 10. Недооценённые компании из индекса МосБиржи, 2015-2019 г.г.

	2015	2016	2017	2018	2019
Башнефть, ап	х	х			
Газпром, ао	х	х	х	х	х
Сургутнефтегаз, ао	х	х	х	х	х
Интер РАО, ао	х		х	х	
Россети, ао	х	х	х		
Мечел, ао	х				
АФК Система, ао	х		х	х	х
Ростелеком, ао	х	х	х	х	х
ФСК ЕЭС, ао		х	х	х	х

Полюс, ао		х			
Дикси Групп, ао		х			
Сбербанк, ао			х	х	х
Мосэнерго, ао			х		
Татнефть, ап				х	х
НПК ОВК, ао				х	
САФМАР, ао				х	х

Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Всего в портфель за годы исследования были включены 16 уникальных компаний. Только 3 компании в течение 2015-2019 оставались недооценёнными: Газпром, Сургутнефтегаз и Ростелеком. Остальные же компании то выбывали из портфеля, то снова включались в него. Происходило это по двум причинам: во-первых, компания могла быть исключена из индекса МосБиржи, тогда она автоматически исключалась из портфеля; во-вторых, рыночная цена компании могла измениться настолько, что она выпадала из интервала в 50-70% от справедливой стоимости по Грэхему, что также исключало её из портфеля.

Для упрощения предположим, что в начале 2015 года стоимость портфеля инвестора составляла 1 млн. рублей. Если инвестор вложил бы эти средства в портфель недооценённых компаний российского фондового рынка, составленный на основе критериев Грэхема, то к концу 2019 года его портфель достиг бы 2,1 млн. рублей, что равно 20% среднегодовой доходности. При вложении в индекс МосБиржи, инвестор получил бы 1,7 млн. рублей, что эквивалентно 15% среднегодовой доходности.

Рисунок 6. Динамика портфеля недооценённых компаний и индекса МосБиржи.



Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Таким образом, мы видим, что портфель недооценённых компаний российского фондового рынка является более доходным, чем вложение просто в индекс МосБиржи. Из рис. 6 мы также можем сделать, что данный портфель имеет схожую структуру с индексом, но более волатилен, что свидетельствует о более высоком уровне коэффициента бета у портфеля по сравнению с индексом. Но, если учитывать риски портфеля и индекса (стандартное отклонение доходности), которые намного выше у портфеля (38% против 16%), мы можем сделать вывод, что инвестирование в недооценённые компании на российском фондовом рынке более затратное (из-за транзакционных издержек) и менее прибыльное по сравнению с инвестированием в индекс МосБиржи, так как небольшое превышение доходности портфеля не компенсирует его повышенных рисков.

3.3 На примере стратегий, основанных на моментум-эффекте

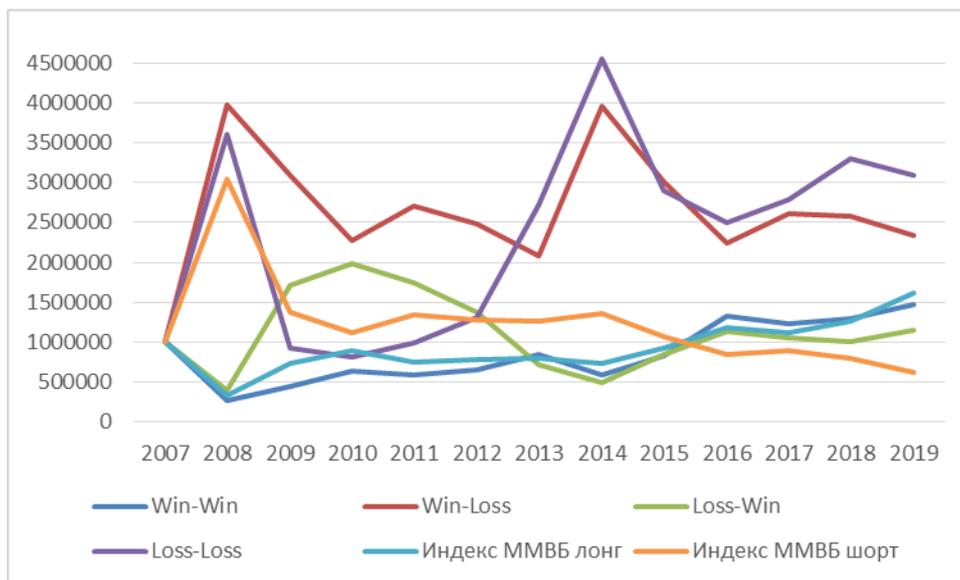
В своем исследовании моментум-эффектов на примере компаний российского фондового рынка мы осуществляли отбор акций в портфель путем их ранжирования по убывающей в зависимости от наблюдаемой доходности за последний год, далее происходило распределение на группы. Использовался квантильный метод, при котором все компании распределяются на 5 групп, при этом «победителями» становились акции из верхней группы, а «проигравшими» акции из последней группы. Веса в портфеле распределялись в равных долях. Временной горизонт исследования: 2007 – 2019 года. В разные годы в составе портфеля было различное количество акций (от 5 до 10) в зависимости от общего количества акций, входящих в индекс МосБиржи (в 2013 в процессе ребалансировки количество компаний в индексе МосБиржи увеличилось с 30 до 50).

Нами было выбрано 4 тактики инвестирования согласно стратегиям, основанным на моментум-эффектах:

1. *Win-win: покупка акций «победителей».* При выборе данной стратегии инвестор рассчитывает на дальнейший рост акций, показавших наибольшую доходность в прошлом году.
2. *Win-Loss: продажа акций «победителей».* При выборе данной стратегии инвестор предполагает корректировку (падение) акций, показавших наибольшую доходность в прошлом году.
3. *Loss-Loss: продажа акций «проигравших».* При выборе данной стратегии инвестор предполагает дальнейшее снижение котировок акций, показавших наименьшую (чаще всего отрицательную) доходность в прошлом году.

4. *Loss-Win*: покупка акций «проигравших». При выборе данной стратегии инвестор рассчитывает на рост акций, показавших наименьшую (чаще всего отрицательную) доходность в прошлом году.

Рисунок 7. Динамика портфелей по моментум-стратегиям.



Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Из рис. 7 мы видим, что наиболее доходными получаются стратегии Loss-Loss и Win-Loss (10% и 7% среднегодовой доходности соответственно). Если начальные инвестиции в 2007 году составили бы 1 млн. рублей, то к 2019 году при инвестировании в стратегию Loss-Loss стоимость портфеля была бы равна 3,1 млн. рублей, при Win-Loss – 2,4 млн. рублей. Остальные стратегии (в том числе стратегия продажи индекса МосБиржи) оказались хуже простого инвестирования (покупки) индекса МосБиржи.

Таким образом, при проведении анализа моментум-эффектов на российском фондовом рынке мы пришли к выводу, что наиболее доходными являются спекулятивные стратегии, а именно стратегии продажи акций вне зависимости инвестирование происходит в акции «победителей» или «проигравших», а покупка акций (инвестирование в своем стандартном виде) показали худшую доходность по сравнению с индексом МосБиржи, который является индикатором общерыночной доходности.

Заключение

На текущий момент российский фондовый рынок до сих пор находится на стадии формирования. Есть несколько признаков, свидетельствующих об отставании нашего фондового рынка от рынков развитых стран: низкие объемы торгов, уменьшение количества компаний-эмитентов, недостаточный уровень доверия и интереса населения к инвестированию, несформированная нормативно-правовая база. Но стоит сказать, что многие проблемы известны, как рынку, так и государству в лице контролирующих органов, и они решаются. Например, создание ИИС в 2015 подтолкнуло многих граждан страны перенести свои сбережения «из-под подушки» либо банковских вкладов на фондовый рынок. Это дает дополнительный капитал для компаний, а также увеличивает заинтересованность рядовых граждан в процессе инвестирования, тем самым повышая их финансовую грамотность. Поэтому, мы считаем, что российский фондовый рынок является одним из самых перспективных в мире (по рыночным мультипликаторам наш рынок сильно недооценен по сравнению с аналогами), и в ближайшем будущем мы можем увидеть серьезный рост российского рынка, в основном за счет средств новых частных инвесторов.

Распоряжаясь своими средствами, частные инвесторы могут действовать согласно некоторым стратегиям: либо собственными, созданными с нуля и под себя, либо же используя общемировые и зарекомендовавшие себя стратегии. В соответствии с **целями работы** нами были выявлены и рассмотрены три наиболее популярные, и в то же время практически реализуемые стратегии, показавшие свою состоятельность на других фондовых рынках (авторам было важно апробировать данные стратегии на исторических данных российского фондового рынка).

Основной стратегией, на которую был сделан акцент в работе, была стратегия инвестирования в высокодивидендные акции на базе стратегии Dogs of the Dow. Суть данной стратегии заключается в инвестировании в топ-10 компаний, показавших наибольшую дивидендную доходность за прошлый год. Каждый год инвестор, основываясь на данных о дивидендных выплатах и цене акций, переформирует свой портфель, исключая из него или добавляя в него определенные акции. Для российского фондового рынка нами был взят за основу индекс МосБиржи, как главный показатель рыночной динамики акций российского рынка. В классической версии стратегии Dogs of the Dow предполагается использование портфеля только из 10 акций и переформирование портфеля проходит в конце года. Но статистически нет подтверждения лучшей результативности именно этой теории. Поэтому нами были составлены и апробированы на исторических данных российского фондового рынка с 2006 по 2019 года 30 высокодивидендных портфелей: акций в портфеле было 1,3,5,7 или 10, а переформирование портфеля проходило в месяцы второго полугодия

(нецелесообразно было брать все 12 месяцев, так как в первом полугодии многие компании еще не утверждали дивидендную кампанию на ближайший год). По результатам исследования мы получили, что только 2 из 30 стратегий показали худшую доходность по сравнению с доходностью индекса МосБиржи (рыночного аналога) за тот же период. Портфелем с наибольшей среднегодовой доходностью оказался портфель из одной акции, формируемый каждый июль. При вложении 1 млн. рублей в 2006 году он принес бы в 2019 году инвестору 27,2 млн. рублей, в то время как портфель с наименьшей среднегодовой доходностью всего 1,2 млн. рублей, а базовая стратегия Dogs of the Dow – 3,1 млн. рублей. Вложение средств только в индекс МосБиржи принесло бы инвестору 1,8 млн. рублей, что на 42% меньше результата базовой стратегии. Также исследование не выявило статистической зависимости доходности портфеля от количества акций, входящих в тот самый портфель, но чем больше было акций в портфеле, тем ниже было стандартное отклонение доходности (показатель риска) портфеля, что подтверждает эффективность диверсификации. А вот различия в месяце переформирования портфеля были: чем ближе к концу года, тем ниже доходность портфеля. Таким образом, лучший месяц переформирования высокодивидендного портфеля на российском фондовом рынке – это июль.

Второй стратегией, рассмотренной в рамках ВКР, была стратегия инвестирования в акции «относительной стоимости». Предложил данную стратегию Бенджамин Грэхем, а доработал её его ученик – Уоррен Баффет. Суть стратегии заключается в поиске недооценённых рынком компаний. Критерием «недооценённости» компании является коэффициент Грэхема, который рассчитывается как соотношение чистых активов компании к количеству акций. Сам по себе данный коэффициент ни о чем не говорит, но его сравнению с текущей ценой акции как раз позволяет выяснить, как определяет данную компанию рынок. Если коэффициент отрицательный (в случае отрицательных чистых активов), то значит компаний работает в убыток. Если цена находится в диапазоне 50-70% от коэффициента, то компанию можно считать недооценённой. Если цена больше, то значит компания на рынке переоценена, а если меньше – то компания слишком недооценена, есть угроза банкротства, или же данная цена обусловлена влиянием внешних факторов, например, политических. На временном горизонте исследования, большинство компаний из индекса МосБиржи были переоценёнными по коэффициенту Грэхема, хотя многими экспертами, да и по другим показателям, российский фондовый рынок является глобально недооценённым. Недооценённых компаний было в среднем 19% из всех компаний, входящих в индекс МосБиржи. Апробирование данной стратегии на российском фондовом рынке показало, что данная стратегия всё-таки имеет преимущество по сравнению с простым инвестированием в

индекс МосБиржи (20% среднегодовой доходности против 15%) и имеет право на существование и дальнейшее, более глубокое, исследование.

Также нами была проверена стратегия инвестирования, основанная на моментум-эффекте. Под моментум-эффектом понимается ценовая аномалия на рынке инвестиционных активов, когда портфели, сформированные по принципу результатов прошлой деятельности, показывают избыточную доходность к заданному бенчмарку (например, рыночному индексу)⁵⁹. Инвестор далее выбирает инвестировать либо в акции, показавшие сверхдоходность по сравнению с рынком («победители»), либо инвестировать в акции, показавшие более низкую доходность по сравнению с рынком («проигравшие»). По сути, данная стратегия подразделяется на 4 подстратегии. *Покупка акций «победителей»*: при выборе данной стратегии инвестор рассчитывает на дальнейший рост акций, показавших наибольшую доходность в прошлом году. *Продажа акций «победителей»*: при выборе данной стратегии инвестор предполагает корректировку (падение) акций, показавших наибольшую доходность в прошлом году. *Продажа акций «проигравших»*: при выборе данной стратегии инвестор предполагает дальнейшее снижение котировок акций, показавших наименьшую (чаще всего отрицательную) доходность в прошлом году. *Покупка акций «проигравших»*: при выборе данной стратегии инвестор рассчитывает на рост акций, показавших наименьшую (чаще всего отрицательную) доходность в прошлом году. Практическое исследование на российском фондовом рынке показало, что наиболее доходными являются стратегии *продажи акций «проигравших»* и *продажи акций «победителей»* (10% и 7% среднегодовой доходности соответственно). Остальные стратегии (в том числе стратегия продажи индекса МосБиржи) оказались хуже простого инвестирования (покупки) индекса МосБиржи. Таким образом, наиболее доходными по стратегии моментум-эффектов получаются спекулятивные стратегии (стратегии продажи), что не совсем положительно для рынка, ведь это говорит о снижении стоимости акций как отдельных компаний, так и рынка в целом.

⁵⁹ Микова Е.С., Теплова Т.В. Особенности моментум-стратегий на российском фондовом рынке // Финансовые исследования. 2013. №4 (41).

Список использованной литературы

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) «О рынке ценных бумаг».
2. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 N 39-ФЗ
3. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 31.12.2017) "Об инвестиционных фондах" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.02.2018)
4. Федеральный закон "Об организованных торгах" от 21.11.2011 N 325-ФЗ (последняя редакция)
5. Постановление Госкомстата РФ от 28.10.2002 N 204 "Об утверждении Методологических положений по организации статистического наблюдения за движением иностранных инвестиций в соответствии с Руководством по платежному балансу".
6. Приказ Росстата от 01.08.2017 N 509 (с изм. от 22.08.2018) "Об утверждении статистического инструментария для организации федерального статистического наблюдения за ценами и финансами».
7. Андрианов А.Ю., Инвестиции: учебник для бакалавров / А.Ю. Андрианов, С.В. Валдайцев, П.В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В.В. Ковалев, В.В. Иванов, В.А. Лялин. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Проспект, 2015. - 592 с.
8. Аипов, А.Н. Биржевые инвестиционные фонды (ETF): особенности инструмента и перспективы развития на российском фондовом рынке. // Финансы и кредит. 2016. №7 (679). – С. 42-50.
9. Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. Анализ доходности дивидендных стратегий на российском фондовом рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 35. С. 18–24.
10. Алиев Э.Э. Облигации как одна из форм инвестирования для частного инвестора. // Вестник современных исследований. 2019. №8-1 (34). С. 17 – 22.
11. Алиев Э.Э. Высокодивидендные портфели на примере стратегии Dogs of the Dow. // Предпринимательство и реформы в России: сборник статей межд. конф. Санкт-Петербург. 2019. С. 21 – 27.
12. Архипова Г.С., Ягудина Г.Г. Облигации. Рынок облигаций. Доходность облигаций. // Экономика, управление, право. – 2017. – С. 148-150.
13. Багрий В.И. Сравнительная характеристика российского фондового рынка с ведущими площадками мира. // Актуальные проблемы права и управления глазами молодежи. – 2018 – С. 39-45.
14. Байбулекова Л.А. Современные эффективные инвестиционные стратегии: стратегия «относительной стоимости» // Вестник университета Туран. 2017. №2 (74). С. 32-39.
15. Беломытцева, О.С. Развитие ETF в Российской Федерации. // Проблемы учета и финансов. 2015. №4(20). – С. 58-62.
16. Бенджамин Грэхем, Дэвид Долл. Анализ ценных бумаг / Security Analysis. – М.: Вильямс, 2016. – 880 с.
17. Быканова Н.И., Чагарный А.С. Тенденции развития индивидуального инвестиционного счета как инструмента частного инвестирования в России. // Электронный научный журнал «Вектор Экономики». – 2020. №1. – С.56-66.
18. Бычкова С.В., Макарова Н.Н., Жидкова Е.А. Анализ инвестиционной стратегии с позиций стейкхолдерской теории // Учет. Анализ. Аудит. 2017. №1.
19. Волобуева Н. 17 поразительных фактов об Уоррене Баффете и его богатстве. [Электронный ресурс]. URL: [www. Take-profit.org](http://www.Take-profit.org)

20. Володин С.Н., Сорокин И. А. Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // Управление корпоративными финансами. 2014. № 6 (66). С. 382–390.
21. Володин С.Н., Боренко И. А. Высокодивидендные портфели с фильтрами по финансовым показателям // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2018. № 4. С. 59–79.
22. Гукова А. В., Сенглеев В. Б., Аникина И. Д. Инвестиционные стратегии управления спекулятивным капиталом на фондовом рынке // Вестник ВолГУ. Серия 3: Экономика. Экология. 2007. №11.
23. Дарушин, И.А. Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии [Электронный ресурс]: монография / ред.: Н.С. Воронова, И.А. Дарушин. — М.: Проспект, 2015. — 294 с.
24. Дубовка Е.Ю., Дикарева И.А. Российский фондовый рынок: современное состояние и перспективы развития. // Экономика, бизнес, инновации. – 2018. – С.188-190.
25. Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / В. Р. Евстигнеев. М.: Эдиториал УРСС, 2002. – 304 с.
26. Егоров И.А. Анализ основных показателей и оценка эффективности фондового рынка российской федерации. // European Research. – 2019. – С.50-56.
27. Ендропова В.Н., Рязкова С.В. Инвестиции в акции, недооцененные при первичном размещении // Финансы и кредит: инвестиции. №30 (168) – 2004. С. 16 – 20.
28. Зверев А.В., Мандрон В.В., Мишина М.Ю. Формирование российской модели регулирования финансового рынка через построение мегарегулятора // Вестник НГИЭИ. – 2018. №7 (86). С.117-131.
29. Земцов А.А., Цибульникова В.Ю. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2016. №3 (35). С.107-123.
30. Зимин В. Биржи мира: история, культура, финансы / В. Зимин, Д. Кондратьев. – Москва: 2013. – 263 с.
31. Зиниша О.С., Пильщикова А.А., Макоева А.З. Особенности брокерской деятельности на российском фондовом рынке в современных условиях. // Вектор экономики. – 2019. №6(36). – С. 111-119.
32. Индивидуальные инвестиционные счета. Аналитический обзор ЦБ РФ за 2015 г.
33. Иванов В.В. Современные финансовые рынки: монография для магистрантов, обучающихся по программам направления «Финансы и кредит» / В.В. Иванов. - М.: Проспект, 2014. - 576 с.
34. Карминский А.М., Пересецкий А.А. Рейтинги как мера финансовых рисков. Эволюция, назначение, применение // Проблемы экономической теории. – 2008. – С. 86-102.
35. Кистаева Н.Н. Государственное регулирование рынка ценных бумаг на современном этапе // Вестник Псковского государственного университета. Серия: Экономика. Право. Управление. 2016. №3. – С.70-78.
36. Коновалова Е.А., Гибадулинова Л.Р. Периодизация развития регулирования фондовых рынков в России и за рубежом, создание мегарегулятора // Успехи в химии и химической технологии. 2017. №7 (188). С.41-44.
37. Кошель, Д.Е. Содержание понятия и классификация акций на современном этапе. // Вестник Омского университета. Серия «Право» – Вып. 4. 2010 – С. 106-117.
38. Красова Е. В. Вторичный рынок акций России: направления движения и инвестиционные стратегии // АНИ: экономика и управление. 2017. №3 (20).
39. Криворотов В. В. Механизм повышения конкурентоспособности отечественных предприятий. — Екатеринбург: УГТУ-УПИ, 2013.

40. Крупнейшие ПИФы России по итогам первого квартала 2018 года. Рейтинговое агентство «РИА РЕЙТИНГ».
41. Кудрин А. М. Формирование инвестиционной стратегии частного инвестора на фондовом рынке // *International scientific review*. 2016. №12 (22).
42. Куликова Е.И. Развитие российского фондового рынка под воздействием изменений в финансовом регулировании // *Финансовая жизнь*. 2018. №1. С.95-99.
43. Кульба Г. Ю. Понятие дивиденда в российском налоговом праве. // *Налоги и финансовое право*. – 2009. – С. 144-150.
44. Лукьянова Л.Ю. Анализ современного состояния российского фондового рынка. // *Инновационные научные исследования: теория, методология, практика*. – 2017. – С.135-136.
45. Макеев, В.А. ETF как специфический инструмент инвестиционно-спекулятивного портфеля. // *Российское предпринимательство*. – 2014 – Вып. 16. – С. 131-138.
46. Микова Е.С., Теплова Т.В. Особенности моментум-стратегий на российском фондовом рынке // *Финансовые исследования*. 2013. №4 (41).
47. Молов М.В. Современное состояние российского фондового рынка // *Экономика, бизнес, инновации*. – 2019. – С.76-78.
48. Мониторинг «О текущей ситуации в экономике Российской Федерации по итогам первого полугодия 2016 года». Министерство экономического развития Российской Федерации. – Москва: 2016. – 152 с.
49. Носкова Е. Покупки с прицелом на старость [Электронный ресурс] // *banki.ru*, 2017. URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=9734546> (дата обращения: 26.10.2019).
50. ОПИФ РФИ «Сбербанк – фонд сбалансированный». ПАО «Сбербанк Управление активами». 30.11.2018
51. Пахутко О.П. Правовое регулирование рынка ценных бумаг // *Банковское право*. 2013. № 2. С. 35–40.
52. Правила определения стоимости чистых активов открытого паевого инвестиционного фонда рыночных финансовых инструментов «Сбербанк – Фонд Сбалансированный». ПАО «Сбербанк Управление активами». 20.09.2018.
53. Рейтинги качества управления УК активами ПИФов. Рейтинговое агентство «Эксперт РА».
54. Роберт Шиллер. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками // *Irrational Exuberance. Second Edition Revised & Updated*. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 422 с.
55. Россохин В.В. Оценка рисков активных и пассивных инвестиционных стратегий // *Финансы и кредит*. 2012. №2 (482).
56. Рынок ДУ и коллективных инвестиций за I квартал 2018. Рейтинговое агентство «Эксперт РА».
57. Самсонова Е.А., Климовских Н.В. Инвестиционные стратегии инвестора на фондовом рынке. В кн.: *Общественные и экономические науки в современных исследованиях*, Волгоград, 2018.
58. Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках // *Бизнес. Образование. Право*. 2019. № 1 (46). С. 335–344.
59. Стерн А.А., Быстрова Д.А. Современное состояние и институциональные особенности российского фондового рынка. // *Фундаментальные исследования*. – 2018. №7. – С.172-179.
60. Торопова И.В., Трухина А.А. Современный рынок брокерских услуг для частных лиц. // *Весенние дни науки ВШЭМ*. – 2019. – С. 524-529.

61. Фейгельман Н.В. К вопросу об особенностях деятельности финансовых брокеров в РФ на современном этапе. // Современные проблемы права, экономики и управления. – 2019. №2(9). – С. 350-356.
62. Финансы России. 2016: Стат.сб./ Росстат. - М., 2016. - 343 с.
63. Хэгстром Р.Дж., Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора. [Пер. с англ. Н. Яцюк] / Роберт Дж. Хэгстром. – Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2015. – 352 с.
64. Шейн С.А., Постникова А.В. Анализ развития фондового рынка в современных экономических условиях. // Наука XXI века: актуальные направления развития. – 2019. №2(2). – С.90-97.
65. Шорникова, Н.Д. Сравнительный анализ доходности банковского депозита и портфеля ценных бумаг. // Развитие современной науки: теоретические и прикладные аспекты. – Вып. 12.,2017 – С. 72-74.
66. Щанкина А.В. Специфика применения агрессивной и консервативной стратегии управления портфелем финансовых активов. В кн.: V Международный научно-практический конкурс, Пенза, 2016. С.108-114.
67. Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // Фондовый рынок. – 2012. – С. 1-12
68. Янкелев, О. Русские фонды: кому нужны биржевые ПИФы в России // Журнал Forbes. – 2018.
69. Ben-David I., Franzoni A., Moussawi R. Do ETFs Increase Volatility / I. Ben-David // Journal of finance. – 2018. № 6. – P. 2471-2535.
70. Choi J, Kronlund M. Reaching for Yield in corporate bond mutual funds / J. Choi // Review of financial studies. – 2018. №5 – P. 1930-1965.
71. De Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? The Journal of Finance. Vol. 40, no. 3, pp. 793-805, 1985.
72. Domian D. L., Louton D. A., Mossman C. E. The rise and fall of the “Dogs of the Dow” // Financial services review. 1998. No. 7. Pp. 145–159.
73. Fama E., French K. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics. — 1988. — No. 1. — P.3–26.
74. Grinblatt M., Titman S. Financial markets and corporate strategy. – McGraw-Hill, Inc., 2002.
75. Lettau M., Madhavan A. Exchange-traded Funds / M. Lettau // Journal of economic perspectives. – 2018. №1. – P. 135-154.
76. Loughran T., Ritter J., Rydqvist K. Initial Public Offerings: International Insights // Basin Finance Journal. №2, 1994. pp. 165 – 199.
77. McQueen G., Shields K., Thorley S.R. Does the 'Dow-10 Investment Strategy' Beat the Dow Statistically and Economically? // Financial Analysis Journal. 1997. № 4. С. 66-72.
78. OECD (2015), OECD Business and Finance Outlook 2015, OECD Publishing, Paris.
79. O’Higgins M., Downes J. Beating the Dow. — N.Y.: Harper Collins, 1991
80. Qiu M., Song Y., Hasama M. Empirical analyses of the “dogs of the dow” strategy: Japanese evidence // International Journal of Innovative Computing, Information and Control. 2013. No. 9. Pp. 3677–3684.
81. Rinne E., Vahamaa S. “The Dogs of the Dow” strategy revisited: Finnish evidence // The European Journal of Finance. 2011. Vol. 17. No. 5-6. Pp. 451–469.
82. Siegel J. J. Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns and long-term investment strategies. New York, McGraw-Hill, 1998. Pp. 246–251.
83. Siegel J. (2007). Stocks for the Long Run: the Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategie. New York: McGraw-Hill.

84. Slatter J. Study of Industrial Average's Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners // Wall Street Journal (Eastern edition). — 1988. — August. — P. 1.
85. Welch I. Seasoned Offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings // The Journal of Finance, Vol. 44, №2, 1989, pp. 421 – 449.
86. Сайт компании Cbonds
URL: <http://ru.cbonds.info/>
87. Фонды ETF на Московской бирже. Официальный сайт Московской биржи.
URL: <https://www.moex.com/s2375>
88. Public Notice: Manager of the Exchange Traded Fund (ETF). World Bank
URL: <http://www.worldbank.org/en/country/brazil/brief/public-notice-manager-issuer-driven-exchange-traded-fund>
89. Issuer-Driven Exchange Traded Fund (ID ETF) - Supporting Local Currency Markets. World Bank
URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/idetf>
90. Интернет-ресурс ETF
URL: <https://www.etf.com/>