

УДК 336.02

UDC 336.02

08.00.00 Экономические науки

Economic sciences

УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ КАК ИНСТРУМЕНТ ДОСТИЖЕНИЯ ЗАПЛАНИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТИ ПРИ ЗАДАННОМ УРОВНЕ НАЛОГОВЫХ РИСКОВ**MANAGEMENT OF A PORTFOLIO AS THE INSTRUMENT OF ACHIEVEMENT OF THE PLANNED PROFITABILITY AT THE SET LEVEL OF TAX RISKS**

Басалько Дмитрий Юрьевич
Аспирант кафедры финансового менеджмента,
E-mail: nat-ann@yandex.ru
РИНЦ SPIN-1478-7808

Basalyko Dmitriy Yurievich
Graduate student of department of financial management, E-mail: nat-ann@yandex.ru
RSCI SPIN_code:1478-7808

Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова

Plekhanov Russian University of Economics, named after G.V. Plekhanov

117997 Российская Федерация, город Москва, Стремянный пер. д. 36 корп. 6. комн. 607 Кафедра «Финансовый менеджмент» 8 (499) 237-8352

117997 Russian Federation, Moscow, Stremyanny Lane of 36 buildings 6. room 607 Department "Financial management" 8 (499) 237-8352

Роль портфеля ценных бумаг, сложных финансовых продуктов заключается, с одной стороны в инвестирование с целью получения доходов, а с другой стороны для целей стресс- тестирования. Эмитентами привлекаются денежные средства для развития деятельности посредством выпуска ценных бумаг. Осуществляя операции по привлечению субординированных займов, организация увеличивает свой капитал, создавая сложные финансовые продукты, которые позволяют уменьшить риски, удлинить период получения стабильных доходов. Формирование портфеля состоящего из сложных финансовых продуктов – это приобретение отобранных в процессе анализа рыночных условий ценных бумаг. Осуществление оценки эффективности портфеля осуществляется на основе заданных изначально критериях, важных для стратегии инвесторов. Пересмотр и изменение портфеля осуществляется по необходимости, что чаще всего может происходить в результате значительных перемен рыночной политики, в особенности, если инвестор предполагает, что данные изменения неблагоприятны и устойчивы

The role of a portfolio of securities, difficult financial products consists, on the one hand in investment for the purpose of obtaining the income, and on the other hand for the stress - testings is more whole. Issuers raise money for development of activity by means of issue of securities. Carrying out operations on attraction of the subordinated loans, the organization increases the capital, creating difficult financial products which allow to reduce risks, to extend the period of obtaining the stable income. Formation of the portfolio consisting of difficult financial products is an acquisition of the market conditions of securities which are selected in the course of the analysis. Implementation of assessment of efficiency of a portfolio is carried out on the basis of the criteria important for the strategy of investors set initially. Revision and change of a portfolio is carried out as necessary that most often can result from considerable changes of market policy, in particular if the investor assumes that these changes are adverse and steady

Ключевые слова: СУБОРДИНИРОВАННЫЙ ЗАЙМ, НАЛОГОВЫЙ ПОРТФЕЛЬ, ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ, ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Keywords: SUBORDINATED LOAN, TAX PORTFOLIO, FINANCIAL MANAGEMENT, CHARACTERISTICS OF SECURITIES

Doi: 10.21515/1990-4665-127-042

Введение

Для функционирования организации должны иметь активы. В последнее время многие организации стали привлекать субординированные займы для увеличения капитала, но регулируя уровень риска операционной деятельности. Субординированные облигационные займы характери-

зуются высокой степенью неоднородности структуры. Субординированными облигациями являются бумаги, выпуск которых осуществляют кредитные организации в совокупности с обычными видами облигаций. Основной их особенностью является то, что если кредитной организацией будет объявлен дефолт, то изначально произойдет погашение обычных облигаций, а далее уже субординированных, то есть их можно считать наиболее рискованными, поэтому купонная доходность по ним выше, чем по обычным облигациям тех же эмитентов[6]. Например, ПАО «Сбербанк» установил доходность на уровне 6,5% до 2019 г., тогда как облигации федерального займа демонстрируют доходность на уровне 4%. Субординированными облигациями являются бумаги, выпуск которых осуществляют кредитные организации в совокупности с обычными видами облигаций, то есть их можно назвать сложным финансовым продуктом. Основной проблемой в современных условиях является *обеспечение эскалации капиталов* при приемлемом риске, а также выявление предпочтений и динамики приоритетов кредиторов. Поскольку психология людей меняется можно наблюдать и диффузию в поведении кредиторов, а именно, предсказание и поддержание приемлемой структуры субординированных займов в целях эффективного управления кредитной деятельностью[1]. Подобная проблема решается традиционным средством - формированием налогового и кредитного портфелей, структура портфеля ПАО «Сбербанк» представлена в таблице 1.

Таблица 1 -Состав портфеля торговых ценных бумаг ПАО «Сбербанк России», млрд. руб.

Наименование показателя	На 31.12.2013	На 31.12.2014	На 31.12.2015	Изменение, 2015 к 2014	Темп роста, %
Корпоративные облигации	57,9	22,1	47,3	25,2	214,03
Облигации федерального займа (ОФЗ)	13,2	8,3	15,6	7,3	187,95
Еврооблигации Российской Федерации	2,3	0	10,7	10,7	100,00
Облигации правительств и муниципальных облигации иностранных государств	2,7	3,3	2,8	-0,5	84,85
Муниципальные и субфедеральные облигации	6,6	0,2	0,1	-0,1	50,00
Итого долговых торговых ценных бумаг	82,7	33,9	76,5	42,6	225,66

В марте 2015 г., в соответствии с изменениями к Федеральному закону Российской Федерации «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации» были изменены условия по привлеченным субординированным кредитам[8]. Теперь сразу же возникает вопрос о том, почему выпуск субординированных облигаций по большей части осуществляется кредитными организациями. Ответ может быть определен характеристиками субординированного займа:

- если срок предоставления кредита (депозита, займа, облигации) составляют не менее 5 лет либо, срок погашения облигаций не установлен;
- если договор или зарегистрированные условия эмиссии облигаций существенно не отличаются от рыночных условий предоставления аналогичных кредитов;
- доходность и условия ее изменения существенно не отличаются от среднего уровня процентов по аналогичным облигациям;
- если в случае несостоятельности (банкротства) кредитной организации требования по этому кредиту (депозиту, займу, облигационному займу), а также по финансовым санкциям за неисполнение обязательств по субординированному кредиту (депозиту, займу, облигационному займу) удовлетворяются после удовлетворения требований всех иных кредиторов[20].

Структура сложного финансового продукта для кредитной организации регулируется, главным образом, нормативом достаточности капитала, а надзорные функции по традиционной схеме осуществляет Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов».

Эмпирические и теоретические предпосылки формирования структуры модели портфеля

Многие ценные бумаги относятся к важнейшему способу финансирования инвестиций. Эмитентами привлекаются денежные средства для развития деятельности посредством выпуска ценных бумаг. Отношения, подобные отношениям займа между продавцом и покупателем ценных бумаг, возникают только при первичном выпуске (эмиссии) ценных бумаг, когда происходит продажа ценных бумаг их первым владельцам. В дальнейшем суть отношений между продавцом и покупателем ценной бумаги изменяется и не напоминает отношений займа. Покупателем данных ценных бумаг приобретаются права, которые вытекают из ценных бумаг. Поскольку ценные бумаги являются своеобразной продукцией, то у них имеются некоторые отличия. За ценными бумагами чаще всего стоит определенное количество финансовых ресурсов, которые приносят доходы[2]. Передачу ценных бумаг от одних держателей к другим не стоит связывать с реальным перемещением капиталов либо имущества эмитентов. Определенная часть имущества выступает лишь в роли гарантии исполнения обязательств по закладным либо обеспеченным облигациям. В зависимости от того, какие признаки являются основой классификации, ценные бумаги разделяются на различные группы и виды[3,4]. В зависимости от цели выпуска ценных бумаг, характера сделок, лежащих в основе их выпуска, способов предоставления средств и выплаты доходов ценные бумаги подразделяют[3,4]: долевые; долговые;– производные. В зависимости от того, каким образом происходит реализация права владельца, ценные бумаги можно подразделить на[3]: именные; предъявительские; ордерные. В зависимости от срока

действия ценных бумаг их подразделяют следующим образом: краткосрочные; среднесрочные; долгосрочные; бессрочные. В зависимости от правового статуса эмитента ценные бумаги подразделяют на следующие виды[5]: государственные ценные бумаги (федеральные, региональные, муниципальные); ценные бумаги прочих эмитентов.

Первый вид ценных бумаг представлен долговыми обязательствами (облигациями федерального и муниципального займа, а также займами субъектов РФ) в настоящее время считается самыми надежными, и, *несмотря на парадокс, самыми доходными: гос. гарантии, налоговые льготы и доходность выше чем депозитной.*

В зависимости от процедуры выпуска ценные бумаги в соответствии с российским законодательством делятся на две группы: эмиссионные; не-эмиссионные[8-9].

Постановка модели

Портфелем ценных бумаг является набор определенных контрактов, финансовых продуктов. У портфеля ценных бумаг имеется целый ряд характеристик: общая стоимость, риск, ликвидность, доходность, величина налоговой экономии, амортизация и так далее. Портфели могут быть эмиссионными, инвестиционными, роста, либо структурной комбинации с налогами.

Как правило, инвестиционный портфель призван решать традиционную задачу: градиент доходов; минимум риск. На основании типа доходов, относящихся к главной цели инвестиционного портфеля ценных бумаг, может быть определен вид портфеля: Формирование портфеля роста осуществляется сразу на несколько ценных бумаг, рыночные цены которых увеличиваются со временем. Комбинированный вид учитывает в дополнении еще и налоговые реалии[12-15]. Такая модель состоит из ключевых показателей результативности – KPI, предложенных в таблице 2.

Таблица 2-Ключевые показатели результативности формирования портфеля

Показатель	Темп роста, %
Выручка	15,22
Себестоимость продаж	
Валовая прибыль	27,41
Прибыль (убыток) от продаж	9,94
Прочие доходы	9,99
Прибыль до налогообложения	9,62
Чистая прибыль	9,51
Основные средства	4,47
ROE/ROA	-
Нераспределенная прибыль	3,69

Желаемые значения определены эмпирически и имеют медианное рыночное значение. **Можно** выделить несколько видов портфелей в зависимости от финансовых целей [16, 19]:

- портфель с регулярными доходами при минимальных рисках;
- портфель доходных бумаг, в составе которого находятся чаще всего, высокодоходные корпоративные облигации способные приносить высокий уровень доходов при наличии рисков среднего уровня. Например, облигации «Сибур», «Силовые машины» и пр., дают до 9,25% дохода и выше. Неплохое разнообразие этих продуктов предлагает на рынке ПАО «Сбербанк»;
- портфель роста и доходов – к данному портфелю относится тот, которым комбинируются свойства не только портфеля роста, но и портфеля доходов.

Доля и структура активов, входящих в состав портфеля может принести собственнику(кам) как увеличение капитала, так и снижение налогового бремени. (Например, облигации ФЗ- НДФЛ не облагаются). Формализованное выражение портфеля:

$$PE_k = PE_k^{(t-1)} + a''(t) * PE_{k2}^{(t-1)} * PK_{k3} * (t - 1) \tag{1}$$

При этом управление α выбирается таким образом, чтобы выполнялось балансовое соотношение

$$\sum_{k=1, t=1}^{K, N} PE_{ki} = \int_{t=1}^T PK(t) \tag{2}$$

В рассматриваемой модели учитывается эффект от аллокации собственного капитала и облигационных займов. Коэффициенты $k = 1, 2, \dots$, коэффициенты таблицы 3, по годам они меняют значение, следует учитывать и бизнес -направления (розница, корпоративный банк, частная кредитная организация и т.д.), что в таблице не отражено; t – время; PE, PK- ожидаемые значения доходности и капитала соответственно.

Таблица 3.- Коэффициенты, используемые в модели портфеля полученные автором на основе эмпирических исследований

Коэффициент	Показатель		
	2014	2015	2016
Коэффициент эффективности налогообложения	171,26	8,97	11,3
Коэффициент налогообложения издержек	0,01	0,02	0,05
Коэффициент налогообложения прибыли	0,006	0,111	0,088

Заключение

Формирование портфеля состоящего из сложных финансовых продуктов – это приобретение отобранных в процессе анализа рыночных условий ценных бумаг в заданном разнообразии и на основании прогнозируемых цен. Аналитик осуществляет оценку портфеля с позиции достижений ранее установленных целей. Осуществление оценки производится в форме сравнений рыночных характеристик портфеля с желаемыми или запрограммированными по ожиданиям инвесторов. Данный пункт необходимо постоянно перевыполнять, в особенности это относится к периодам существенных перемен в ценовой политике на фондовом рынке. Пересмотр и изменение портфеля осуществляется по необходимости, что чаще всего он будет происходить в результате значительных изменений рыночной политики или в стратегии инвесторов, в особенности, если инвестор предполагает, что данные изменения неблагоприятны и устойчивы.

В заключение отметим, что моделирование финансовых продуктов с субординированными облигациями осуществляется с использованием методов системной динамики обеспечивающей гарантированную доходность заданным участникам и вариативную другим. Такой подход в формировании модели портфеля позволяет решить целый ряд задач, важнейшей среди которых является подготовка стратегических решений и управление бизнесом на основе КРІ при различных сценарных условиях и ограничениях. В рамках предложенного подхода разработана системно-динамическая модель портфеля, в рамках заданных ограничений по КРІ реализованная на нескольких субъектах рынка и позволяющая решать различные управленческие задачи, относящиеся, в частности, к формированию долгосрочной стратегии. При этом наиболее важными задачами являются: прогнозирование динамики активов и пассивов и оптимизация в пространственно - временно структуре; управление динамикой собственного капитала; управление операционными издержками; сбалансированное управление драйверами бизнеса, и, конечно, стресс-тестирование. Представленная в статье модель является укрупненной. Для более детального стратегического планирования, требуется определенная дезагрегация, включающая различные аналитические срезы – в частности по видам экономической деятельности.

Список литературы

1. Dudin M.N., Frolova E.E., Gryzunova N.V., Shuvalova E.B. THE DEMING CYCLE (PDCA) CONCEPT AS AN EFFICIENT TOOL FOR CONTINUOUS QUALITY IMPROVEMENT IN THE AGRIBUSINESS// Asian Social Science. 2015. Т. 11. № 1. С. 239-246.
2. Forrester J.W. Industrial dynamics. Portland, Oregon: Productivity Press, 1961.
3. Metropolis N., Ulam S. The Monte Carlo Method. // Journal of the American Statistical Association. 1949. No. 44 (247). P. 335-341.
4. Roberts E.B., editor. Managerial Application of System Dynamics. Cambridge, Massachusetts; Norwalk, Connecticut: Productivity Press, 1994.
5. Toil D.R. System dynamics – background, methodology, and applications. Part 2. Applications // Computing and Control Engineering Journal. December 1993. P. 261-266.

6. Балабанов И.Т. Савинская Н.А. Банки и банковское дело. Краткий курс: Москва «Дрофа», 2011 г. С. 54
7. Вигери П. Рост бизнеса под увеличительным стеклом. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2009.
8. Горбунов. А.Р. Управление финансовыми потоками. Проект «сборка холдинга». М.: Глобус, 2004.
9. Грызунова Н.В. Налоговое планирование инвестиционной деятельности рыночных субъектов. \ В сборнике: Инновационная стратегия развития России в условиях глобализации мировой экономики 2013. С. 264-267.
10. Грызунова Н.В. Создание ресурсосберегающих структур на базе НКО в энергетическом комплексе России// Современная наука. 2015. № 3. С. 10-17.
11. Грызунова Н.В. Управление финансами хозяйствующих субъектов: современные технологии кредитования рыночных субъектов в условиях дефицита ликвидности// Статистика и Экономика. 2014. № 6-2. С. 285-288.
12. Грызунова Н.В., Киселёва И.А. Управление денежными потоками предприятия и их оптимизация // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2016. № 7 (340). С. 119-130.
13. Грызунова Н.В. Моделирование структуры оборотного капитала предприятия (организации) на основании регулирования налоговой нагрузки // Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. 2013. № 6. С. 257-260.
14. Грызунова Н.В. Управление акционерным капиталом: проблемы собственности и конфликт интересов // Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. 2012. № 5. С. 134-138.
15. Грызунова Н.В. Управление финансами хозяйствующих субъектов: современные технологии кредитования рыночных субъектов в условиях дефицита ликвидности // Статистика и Экономика. 2014. № 6-2. С. 285-288.
16. Грюнинг Х. Ван, Братанович С. Брайович. Анализ банковских рисков.– М.: Весь мир, 2012 г. С. 25.
17. Дубовик И.В. Субординированные облигации как новый вид российских корпоративных облигаций. – Иркутск.: Байкальский государственный университет, стр. 326-332. Федеральный закон от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 03.07.2016) "О банках и банковской деятельности" (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017)
18. Жарковская Е.П. Финансовый анализ деятельности коммерческого банка: Москва «Омега-Л», 2012 г. С. 24.
19. Тагирбеков К.Р. Основы банковской деятельности - Москва «Весь Мир», 2010 г. С. 63.
20. Чуев И.Н., Чуева Л.Н. Анализ финансово-хозяйственной деятельности: Москва «Дашков и К», 2013 г. С. 58

References

1. Dudin M.N., Frolova E.E., Gryzunova N.V., Shuvalova E.B. THE DEMING CYCLE (PDCA) CONCEPT AS AN EFFICIENT TOOL FOR CONTINUOUS QUALITY IMPROVEMENT IN THE AGRIBUSINESS// Asian Social Science. 2015. T. 11. № 1. S. 239-246.
2. Forrestter J.W. Industrial dynamics. Portland, Oregon: Productivity Press, 1961.
3. Metropolis N., Ulam S. The Monte Carlo Method. // Journal of the American Statistical Association. 1949. No. 44 (247). P. 335-341.
4. Roberts E.B., editor. Managerial Application of System Dynamics. Cambridge, Massachusetts; Norwalk, Connecticut: Productivity Press, 1994.

5. Toil D.R. System dynamics – background, methodology, and applications. Part 2. Applications // Computing and Control Engineering Journal. December 1993. P. 261-266.
6. Balabanov I.T. Savinskaya N.A. Banki i bankovskoe delo. Kratkiy kurs: Moskva «Drofa», 2011 g. S. 54
7. Vigeri P. Rost biznesa pod uvelichitelnyim steklom. M.: Mann, Ivanov i Fer-ber, 2009.
8. Gorbunov. A.R. Upravlenie finansovymi potokami. Proekt «sborka kholdinga». M.: Globus, 2004.
9. Gryzunova N.V. Nalogovoe planirovanie investicionnoy deyatel'nosti rynoch-nykh subektov. \ V sbornike: Innovacionnaya strategiya razvitiya Rossii v usloviyakh globalizatsii mirovoy ekonomiki 2013. S. 264-267.
10. Gryzunova N.V. Sozdanie resursoberegayushchikh struktur na baze NKO v energe-ticheskom komplekse Rossii // Sovremennaya nauka. 2015. № 3. S. 10-17.
11. Gryzunova N.V. Upravlenie finansami khozyaystvuyushchikh subektov: sovremen-nye tekhnologii kreditovaniya rynochnykh subektov v usloviyakh deficita lik-vidnosti // Statistika i Ekonomika. 2014. № 6-2. S. 285-288.
12. Gryzunova N.V., Kiselyova I.A. Upravlenie denezhnymi potokami predpriyatiya i ikh optimizatsiya // Nacionalnye interesy: priority i bezopasnost. 2016. № 7 (340). S. 119-130.
13. Gryzunova N.V. Modelirovanie struktury oborotnogo kapitala predpriyatiya (organizatsii) na osnovanii regulirovaniya nalogovoy nagruzki // Biznes v zakone. Ekonomiko-yuridicheskiy zhurnal. 2013. № 6. S. 257-260.
14. Gryzunova N.V. Upravlenie akcionernym kapitalom: problemy sobstvennosti i konflikt interesov // Biznes v zakone. Ekonomiko-yuridicheskiy zhurnal. 2012. № 5. S. 134-138.
15. Gryzunova N.V. Upravlenie finansami khozyaystvuyushchikh subektov: sovremennye tekhnologii kreditovaniya rynochnykh subektov v usloviyakh deficita likvidnosti // Statistika i Ekonomika. 2014. № 6-2. S. 285-288.
16. Gryuning Kh. Van, Bratanovich S. Brayovich. Analiz bankovskikh riskov. – M.: Ves mir, 2012 g. S. 25.
17. Dubovik I.V. Subordinirovannyye obligatsii kak novyy vid rossiyskikh korporativnykh obligatsiy. – Irkutsk.: Baykalskiy gosudarstvennyy universitet, str. 326-332. Federalnyy zakon ot 02.12.1990 N 395-1 (red. ot 03.07.2016) "O bankakh i bankovskoy deyatel'nosti" (s izm. i dop., vstup. v silu s 01.01.2017)
18. Zharkovskaya E.P. Finansovyy analiz deyatel'nosti kommercheskogo banka: Moskva «Omega-L», 2012 g. S. 24.
19. Tagirbekov K.R. Osnovy bankovskoy deyatel'nosti - Moskva «Ves Mir», 2010 g. S. 63.
20. Chuev I.N., Chueva L.N. Analiz finansovo-khozyaystvennoy deyatel'nosti: Moskva «Dashkov i K», 2013 g. S. 58