

ВРЕМЯ И РИСК ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ

В. А. Галанов

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

А. В. Галанова

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
Москва, Россия

В статье предлагается нетрадиционный подход к рассмотрению связи между временем и риском при инвестировании в фондовый портфель. Данный риск обычно отождествляется с рисками краткосрочной торговли на фондовом рынке. Однако если фондовый портфель сохраняется относительно длительное время, измеряемое годами, то риск такого портфеля качественно изменяется, так как становится относительно независимым от сроков инвестирования. Авторами обосновано, что колеблемость цены акции перестает быть главным отличительным признаком инвестирования в нее, а на первое место выходят размеры и систематичность чистого дохода, генерируемого таким фондовым портфелем.

Ключевые слова: фондовый рынок, инвестирование, акция, трейдинг, риск на фондовом рынке, время.

TIME AND RISK OF SECURITIES PORTFOLIO

Vladimir A. Galanov

Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russia

Alexandra V. Galanova

National Research University Higher School of Economics,
Moscow, Russia

The article advances an alternative approach to studying correlation between time and risk in investing into securities portfolio. This risk is usually identified with risks of short-term trading on stock market. However, in case securities portfolio is kept for rather a long period of time, then portfolio risk changes in quality, as it becomes relatively independent from time on investment. The authors showed that fluctuation of share price stops being a principle specific feature of investing into it, while the 1st place is taken by size and regularity of net profit generated by such securities portfolio.

Keywords: stock exchange, investing, shares, trading, risk on stock market.

Под фондовым портфелем обычно понимается совокупность ценных бумаг, сумма доходностей которых определяет доходность портфеля в целом, но при этом сумма их рисков рассматривается как максимальная граница риска портфеля, которая может быть уменьшена в случае диверсификации состава его активов. Базовым относительным показателем риска акции или иного актива фондового портфеля обычно является известный статистический показатель стандартного

отклонения, который лежит в основе и других применяемых на фондовом рынке показателей риска.

Обычно фондовый портфель есть результат инвестирования денежных средств на достаточно длительный срок времени, измеряемый годами и даже десятилетиями. Такой портфель приносит два типа чистого дохода: дивиденды (проценты) и прирост рыночной стоимости, характерный для портфеля акций. Однако применительно к длительному периоду времени

содержание риска инвестирования в акции существенно меняется. Если портфель приносит дивидендный доход, то его кратко называют «портфель дохода», а риск такого портфеля коренится в возможности неполучения дивиденда. Если портфель приносит доход в виде прироста его совокупной стоимости, то его кратко называют «портфель роста», а риск такого портфеля коренится в возможности того, что цена акции не возрастет в течение срока существования портфеля. Очевидно, что в случае портфеля дохода стандартное отклонение как некая мера его риска вообще не имеет смысла. В случае портфеля роста показатель стандартного отклонения не может отразить тенденцию роста цены акции, так как расчетной основой стандартного отклонения является колебательный характер изменения цены, а не ее рост за многие годы.

Каждая акция всегда привязана к своему эмитенту – конкретному акционерному обществу, поэтому если в фондовом портфеле сосредоточен широкий круг акций, то скорее всего его общая стоимость будет возрастать во времени, несмотря на то, что цены акции отдельных компаний на каких-то временных горизонтах могут и не увеличиваться. Исключением является ситуация возникновения фондового кризиса, при которой уменьшаются цены акций большинства акционерных обществ. Фондовые кризисы происходят более-менее систематически через несколько лет, что делает зависимость реализации неинвестиционных (например, потребительских) целей инвестора от повышения курсовой стоимости акции весьма проблематичной. Исходя из этого можно заключить, что более важным с позиции длительных сроков инвестирования является фондовый портфель дохода, так как выплаты дивидендов напрямую зависят лишь от экономических успехов эмитента, а вовсе не от ситуации на фондовом рынке, если только последняя не выступает следствием экономического кризиса.

Можно указать и на второй аргумент в пользу большей значимости портфеля дохода по сравнению с портфелем роста: чтобы превратить в деньги хотя бы часть прироста стоимости портфеля, необходимо продать часть самого портфеля. Иначе говоря, в отличие от чистого дохода, получаемого в случае портфеля дохода, приобретение аналогичного денежного дохода от портфеля роста связано с какой-то существенной степенью ликвидации самого этого портфеля.

Наконец, портфель роста в силу своей долгосрочности в среднем позволяет получать и дивиденды, выплачиваемые раз в год или чаще. Таким образом, в чистом виде портфель роста обычно не существует. Нацеленность исключительно на длительный рост цены акции, по сути, означала бы, что деньги инвестированы почти что даром. Это как экспорт товара, валюта от продажи которого долгие годы остается вне России и не возвращается в страну даже в виде импорта.

В том случае, когда инвестор ведет активную торговлю акциями на фондовом рынке, т. е. по факту является трейдером (постоянным торговцем акциями), совокупность имеющихся у него денежных средств и ценных бумаг также обычно называют его фондовым портфелем, однако такой портфель качественно отличается от портфеля инвестора в форме портфеля дохода. Состав такого портфеля совершенно изменчив (непостоянен), т. е. различается в каждый момент времени не только по видам входящих в него ценных бумаг, но и по доле денежных средств, которые вообще отсутствуют в портфеле дохода (уже потому, что деньги сами по себе не приносят никакого чистого дохода). Поэтому обобщенно портфель трейдера можно характеризовать как краткосрочный, в то время как портфель редко торгующего инвестора является долгосрочным.

Риски долгосрочного портфеля коренятся в рисках самого бизнеса, т. е. в рисках, связанных с получением прибыли

эмитентами ценных бумаг. В конечном счете это макрориски национальной и мировой экономики, мировой торговли, а еще дальше – политические и иные глобальные риски.

Риски краткосрочного портфеля коренятся в самой фондовой торговле, т. е. в случайном характере денежного спроса на ценные бумаги и предложения этих ценных бумаг на фондовом рынке. По большей части это есть риски, связанные с изменениями цен на ценные бумаги. Данные риски можно разделить на две группы: риски, вытекающие из самой сути вида ценной бумаги, и риски, коренящиеся в самом финансовом рынке.

Применительно к акциям риск изменения ее цены есть результат ее опосредованной связи с акционерным капиталом, который она представляет на фондовом рынке. Никто не знает точно, какой размер капитала выражает данная акция, а потому процесс ее формирования всегда есть особого рода коллективное угадывание.

Обобщенно различие между рисками краткосрочного и долгосрочного фондовых портфелей проявляется в сроках их существования, т. е. в той связи, которая имеет место между риском и временем (временными сроками).

Время связано и с рисками в жизни каждого человека, например, риск болезни, травмы и т. п., и с рисками производства конкретного товара, например, риск сворачивания его производства в силу изменения моды, технического прогресса, неблагоприятных природных условий.

Применительно к любому объекту (процессу, последствиям принятого решения) время может быть разделено на относительно краткосрочный и долгосрочный периоды, между которыми обычно всегда имеется разная продолжительности срединный период, т. е. период времени, который уже не краткосрочный, но еще и не долгосрочный. Например, применительно к фондовому рынку краткосрочный период времени измеряется днями и неделями,

срединный – месяцами, а долгосрочный – годами.

Такого рода разделение времени на периоды зависит прежде всего от того, какая сторона (свойство, качество) объекта является предметом анализа. К примеру, изменение цены акции определяется ее экономической основой в виде представляемого ею на фондовом рынке акционерного капитала. Для небольшого отрезка времени данная экономическая основа, т. е. связь цены акции с акционерным капиталом, проявляется очень слабо, а потому цена акции изменяется случайным образом по отношению к каждому небольшому отрезку времени. Применительно к долгосрочному временному периоду участники рынка уже знают о том, насколько успешно функционирует акционерный капитал, представляемый акцией, а потому и ее денежная оценка существенно полнее отражает ту тенденцию, которая свойственна конкретному акционерному капиталу: если он возрастает, то с течением времени растет и цена акции; если он мало меняется, то и ежегодная цена акции мало изменяется; если же он уменьшается в силу каких-то причин, то и ежегодная цена акции снижается.

Время – это не просто число дней или лет. Оно не имеет прямого отношения к деньгам или капиталу (инвестициям), но оно всегда устремлено в будущее, т. е., выражаясь математическим языком, представляет собой вектор. Время всегда показывает движение в направлении будущего, которое, однако, неизвестно ни по своим временным срокам, ни по тому, что ждет человека в будущем. Применительно к фондовому рынку такого рода неопределенность времени имеет специфику, которая, собственно, и делает возможным функционирование данного рынка как отношение между людьми, но нацеленное на будущее с разными сроками.

Время существования фондового рынка измеряется не бесконечностью, а всего несколькими столетиями. В то же время сроки существования инструментов (ценных

бумаг) данного рынка еще короче. Виды ценных бумаг исторически появляются постепенно по мере изменения состава физических и юридических участников фондового рынка, которые в свою очередь имеют еще более короткие сроки существования, чем виды ценных бумаг, измеряемые в среднем десятилетиями, а не столетиями. И уже в самом конечном счете время на фондовом рынке измеряется отрезками времени, которые актуальны (важны) для человека (физического лица), срок жизни которого хотя и охватывает некий срок жизни, равный в среднем (в наше время) 70–80 годам, но применительно к его активному участию в рыночных процессах обычно ограничивается сроком в два-три десятилетия. Если за такой срок участник рынка не обзавелся существенным капиталом, то скорее всего он уже так и не станет его владельцем. Но и в случае, когда участник рынка накопил за годы своего инвестирования значимый по размеру капитал (обычно в форме акций), это вовсе не означает, что его потомки будут и далее его приумножать.

Известны примеры того, как крупный личный капитал в дальнейшем прекращает свое существование по самым разным субъективным причинам, относящимся к жизни его собственника (собственников) или в силу фондовых и экономических кризисов. Иначе говоря, некое абстрактное время управляет не только процессами накопления конкретных частных капиталов, но и процессами их дробления и прекращения существования.

Время само по себе выступает в качестве особого рода риска на фондовом рынке, прежде всего в ситуациях, когда владелец капитала (сбережений, недвижимости, ценных бумаг) просто пользуется приносимыми им чистыми доходами (дивидендами, процентами) и предпринимает мало собственных действий на фондовом рынке, которые можно было бы отнести к действиям по управлению своим капиталом как фондовым портфелем. Например, владелец портфеля акций просто получает

дивиденды в размерах, устраивающих его, т. е. в размерах, либо сравнимых с хорошей оплатой наемного труда, либо значительно превышающих ее. В этом случае для такого владельца имеющиеся на фондовом рынке разнообразные риски как бы объединяются в единое неделимое целое по отношению к нему и его капиталу и потому принимают форму просто риска вообще, объединяющего все то, что может иметь место на протяжении существенного периода времени. Именно это и можно назвать «время как риск» или «риск времени» на фондовом рынке.

Конкретные (известные) рыночные риски являются актуальными лишь для тех участников фондового рынка, которые постоянно что-то продают и покупают, т. е. систематически торгуют в качестве трейдеров или в качестве управляющих коллективными фондовыми портфелями. И те и другие по своей экономической сути либо не имеют значимого размера личного капитала, либо управляют чужими капиталами. Все это означает, что их деятельность на фондовом рынке есть не что иное, как специфического вида работа по найму, за которую они получают соответствующую оплату своего торгово-управленческого труда. Ни те ни другие в среднем не живут за счет чистого дохода от своего капитала, а вынуждены работать (трудиться) подобно тому, как работают многие другие члены общества, не являющиеся непосредственными участниками фондового рынка.

Трейдеры – физические лица стремятся таким способом заработать желаемый личный капитал, который позволил бы им в дальнейшем жить и не работать.

Трейдеры как доверительные управляющие торгуют в силу того, что этого требует сама их работа. Для них управление, а не собственно торговля есть путь к накоплению личного капитала. Поэтому личный успех для управляющего есть результат не непосредственно получения положительной разницы в ценах, а результат роста их оплаты труда. Прирост стоимости управ-

ляемого им коллективного капитала принадлежит его вкладчикам, а не самому управляющему (или группе управленцев). Поэтому управляющий всегда стремится достичь относительно большей доходности своих портфелей по сравнению с портфелями других участников рынка, чтобы доказать своим вкладчикам, что он заслуженно получает свою ежегодную высокую зарплату и премиальные или иные бонусы. В противном случае вкладчики могут перевести свои капиталы в другие инвестиционные фонды (финансовые компании), которые обеспечат им большую доходность в расчете на единицу капитала.

Скрытый момент заключается в том, что для обоснования того или иного уровня достигнутой доходности коллективного капитала важнейшим фактором выступают риски, имеющиеся на фондовом рынке. Управляющий стремится неразрывно увязать доходность своего управления коллективным капиталом с риском, но, строго говоря, не с риском на фондовом рынке, а с тем риском, который он выявил у инвестора-вкладчика. Сначала вкладчику присваивается уровень риска, а уже под этот риск подбирается доходность фондового портфеля. Тем самым управляющий как бы заранее ранжирует доходность управляемого им коллективного капитала безотносительно к тому, какая будет рыночная доходность в будущем, и благодаря такому подходу он гарантирует выполнение обязательств перед вкладчиками, а тем самым и свою будущую достойную плату за управление.

Риск, свойственный фондовому рынку за относительно небольшие отрезки времени, есть абсолютно необходимый рычаг, позволяющий трейдеру каждого вида нацеливаться на желаемый (требуемый) уровень доходности инвестируемого капитала. Но такого рода риски практически не имеют отношения к инвестированию на длительные сроки уже потому, что последнее слабо связано с торговой деятельностью на фондовом рынке.

Различие между временем как формой обобщения риска на фондовом рынке и существованием конкретных рисков, свойственных фондовому рынку на краткосрочных временных отрезках, позволяет понять, почему известные фондовые риски не растут во времени подобно, например, росту объемов фондового рынка и инвестированного в ценные бумаги капитала. Для владельца капитала, живущего за счет чистого дохода от него, каждый год владения капиталом в среднем аналогичен любому другому году в прошлом и в будущем. Он понимает, что существуют разнообразные риски и по видам, и по степени их проявления, но они не имеют свойства возрастать во времени. Какой-то эмитент может не выплатить дивиденд, какой-то – не уплатить ежегодный процентный доход. Всякое бывает (каждый год), но это не превращается в причину, которая заставит владельца капитала перевоплотиться в наемного работника, т. е. пойти работать за зарплату.

Иное дело работа трейдера и управляющего. Их торговая деятельность на фондовом рынке есть в среднем каждодневная деятельность, и результаты каждого торгового дня сопряжены с разными рисками. Ежедневная торговля превращает время в мгновение, т. е. в нечто малосущественное, а вот результаты торговли – в нечто огромное по своей значимости. Все то, что становится помехой для этих результатов, и есть риск на фондовом рынке. Этот каждодневный риск обычно весьма существенен для каждого торговца и может накапливаться от одного торгового дня к другому, что и создает впечатление того, что рыночные риски возрастают во времени. На самом деле они могут возрастать лишь применительно к ограниченному периоду времени, обычно в пределах года, но не возрастают из года в год. В противном случае такого рода возрастание рисков привело бы к тому, что торговать на фондовом рынке стало бы вообще невозможно. Риски на фондовом рынке возрастают лишь в нашем восприятии, а также еще и в силу

той методологии их расчетов, которая является общепринятой на рынке, т. е. обычно базируется на краткосрочных периодах.

На рынке нормальным и потому закономерным является процесс возрастания капитала, включая возрастание и частных (личных и коллективных) капиталов, и совокупного капитала общества, данной страны, мира в целом. Экономической основой такого возрастания капитала является присоединение к нему части создаваемой им ежегодной прибыли, в то время как оставшаяся часть этой прибыли используется на цели (разумного и неразумного) личного и общественного потребления.

Масса создаваемой прибыли возрастает во времени по мере роста самого капитала, но вот отношение ежегодной массы прибыли к капиталу (или доходность капитала) не имеет явно выраженной тенденции к ежегодному росту. Если очистить массу создаваемой прибыли от инфляционной

составляющей, то доходность капитала в лучшем случае не увеличивается, а применительно к достаточно длительному времени имеет тенденцию к уменьшению. В силу этого, поскольку, например, риск изменения цены акции основывается на расчетах стандартного отклонения, т. е. определяется через размеры колебаний ее доходности, общей тенденцией риска на фондовом рынке никак не может быть тенденция к его возрастанию в долгосрочном аспекте, т. е. во времени.

Таким образом, с позиции достаточно продолжительного времени риск на фондовом рынке не может ни накапливаться, ни возрастать. Именно такая специфика риска долгосрочного фондового портфеля и создает саму возможность его существования, что в свою очередь создает основу для существования крупного частного капитала и на фондовом рынке, и в сфере реального бизнеса вообще.

Список литературы

1. Буренин А. Н. Уроки биржевой игры : дневники инвестора. – Кн. 1. – М. : ООО «НТО», 2012.
2. Галанов В. А., Галанова А. В. Закономерности фондового рынка // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2023. – Т. 20. – № 1 (127). – С. 94–100.
3. Галанов В. А., Галанова А. В. Игра на деньги и игра за деньги // Научно-аналитический журнал «Наука и практика» РЭУ им. Г. В. Плеханова. – 2022. – Т. 14. – № 1 (45). – С. 9–16.
4. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка : пер. с англ. – М. : Мир, 2000.
5. Талеб Н. Н. Черный лебедь. Под знаком неопределенности. – М. : Колибри : Азбука-Аттикус, 2020.
6. Уотшем Т. Дж., Парамоу К. Количественные методы в финансах. – М. : Финансы : ЮНИТИ, 1999.

References

1. Burenin A. N. Uroki birzhevoy igry: dnevniki investor [Lessons of Exchange Game: Investor's Diary]. Book 1. Moscow, ООО «НТО», 2012. (In Russ.).
2. Galanov V. A., Galanova A. V. Zakonomernosti fondovogo rynka [Stock Market Regularities]. Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2023, Vol. 20, No. 1 (127), pp. 94–100. (In Russ.).

3. Galanov V. A., Galanova A. V. Igra na dengi i igra za dengi [Game on Money and Game for Money]. *Nauchno-analiticheskiy zhurnal «Nauka i praktika» REU im. G. V. Plekhanova* [Academic-Analytical Journal 'Science and Practice' of the Plekhanov Russian University of Economics], 2022, Vol. 14, No. 1 (45), pp. 9–16. (In Russ.).
4. Peters E. Khaos i poryadok na rynkakh kapitala. Novyy analiticheskiy vzglyad na tsikly, tseny i izmenchivost rynka [Chaos and Order on Capital Markets. New Analytical View on Cycles, Prices and Market Changes], translated from English. Moscow, Mir, 2000. (In Russ.).
5. Taleb N. N. Chernyy lebed. Pod znakom neopredelennosti [Black Swan. Under the Badge of Uncertainty]. Moscow, Kolibri, Azbuka-Attikus, 2020. (In Russ.).
6. Uotshem T. Dzh., Paramou K. Kolichestvennye metody v finansakh [Quantitative Methods in Finance]. Moscow, Finance, YUNITI, 1999. (In Russ.).

Поступила: 23.12.2024

Принята к печати: 29.01.2025

Сведения об авторах

Владимир Александрович Галанов

доктор экономических наук, профессор
кафедры мировых финансовых рынков
и финтех РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г. В. Плеханова», 109992,
Москва, Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Galanov.VA@rea.ru

Александра Владимировна Галанова

кандидат экономических наук,
доцент базовой кафедры инфраструктуры
финансовых рынков Национального
исследовательского университета
«Высшая школа экономики».
Адрес: ФГАОУ ВО «Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики», 101000,
Москва, ул. Мясницкая, д. 20.
E-mail: agalanova@hse.ru

Information about the authors

Vladimir A. Galanov

Doctor of Economics, Professor
of the Department for World Financial
Markets and Fintech of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 109992, Russian Federation.
E-mail: Galanov.VA@rea.ru

Alexandra V. Galanova

PhD, Assistant Professor
of the Department
for Financial Market Infrastructure
of the HSE University.
Address: National Research University
Higher School of Economics,
20 Myasnitskaya Str.,
101000, Moscow,
Russian Federation.
E-mail: agalanova@hse.ru