

Секция «Инновационная экономика и эконометрика»

Эконометрический анализ динамики российских паевых инвестиционных фондов в кризисный и посткризисный периоды.

Зайцев Александр Андреевич

Аспирант

Институт Экономики РАН, Экономическая теория, Москва, Россия

E-mail: alex_zaytsev@bk.ru

Паевой инвестиционный фонд – это механизм, позволяющий частным лицам передать свои средства в руки профессиональных менеджеров по ценным бумагам для получения дохода на фондовом рынке. Паевые инвестиционные фонды различаются по стратегии инвестирования на активноуправляемые и пассивноуправляемые фонды: менеджеры первых изменяют структуру инвестиционного портфеля в зависимости от рыночных условий с целью получения большей доходности, чем среднерыночная (доходность рыночного индекса), в то время как структура инвестиционного портфеля пассивных фондов остаётся неизменной. Наиболее ярким примером пассивных фондов являются так называемые «рыночные» фонды, структура портфелей которых полностью совпадает со структурой рыночного индекса.

Активноуправляемые паевые фонды взимают со своих вкладчиков определенную комиссию за управление, что вполне обоснованно, поскольку предполагается, что такие фонды должны приносить более высокий доход по сравнению с пассивными фондами.

В настоящем исследовании поставлены два вопроса: действительно ли активноуправляемые инвестиционные фонды демонстрируют более высокую доходность в сравнении с рыночным индексом, и насколько успешно менеджеры активных инвестиционных фондов справляются с изменением риска портфеля (качество управления) в ответ на изменяющиеся рыночные условия. Если активные фонды показывают схожую динамику, что и рыночный индекс, то это означает бессмысленность инвестирования в них, поскольку есть возможность получить такую же доходность, отдав свои деньги в распоряжение пассивного фонда, причем, не платя комиссии за управление. Для ответа на данные вопросы анализируются 33 крупнейших российских активноуправляемых инвестиционных фонда за период с 2003 по начало 2011 года. Данная выборка включает три интересных периода для анализа динамики паевых фондов: докризисный период бурного роста фондового рынка, кризисный период на фондовом рынке, длившийся с лета 2008 до начала 2009 года, и период восстановления фондового рынка. Таким образом, есть возможность посмотреть, как ведут себя паевые инвестиционные фонды в совершенно разных рыночных условиях.

Оба поставленных в исследовании вопроса взаимосвязаны: если паевой инвестиционный фонд демонстрирует лучшие результаты по сравнению с рынком, то это означает, что портфельный менеджер правильно адаптирует структуру портфеля к рыночным условиям, либо же изначально успешно выбрал ценные бумаги для инвестирования. Для ответа на вопрос о том, превосходят ли активноуправляемые фонды рыночную доходность, используется простой расчет и сравнение показателей доходности. Для анализа качества управления инвестиционным фондом используется эконометрический подход. Предполагается, что для достижения лучших результатов, чем по рынку в среднем,

управляющий должен увеличивать риск портфеля на растущем рынке, что будет приносить большую доходность, и снижать риск портфеля на падающем рынке, что будет означать меньшие потери, чем в среднем по рынку. Эти предположения могут быть проверены с помощью модификации модели ценообразования на финансовые активы (САРМ), предложенной У. Шарпом:

(1),

где r_j - доходность инвестиционного фонда j за период t ; r_m - доходность рыночного индекса за период t ; β_j - фиктивная переменная, принимающая значение 1, если на рынке наблюдается спад, и 0, если на рынке наблюдается подъем; α_j - альфа-коэффициент фонда j , отражающий сверхдоходность фонда по сравнению с рыночным индексом. Положительная альфа будет означать, что доходность паевого фонда стабильно выше доходности рыночного индекса; β_j - бета-коэффициент фонда j , отражающий риск его инвестиционного портфеля (в данном уравнении коэффициент отражает риск портфеля на растущем рынке). Если $\beta_j < 1$, то считается, что портфель консервативный и, если $\beta_j > 1$, то инвестиционный портфель является рисковым; β_j - величина, отражающая изменение бета-коэффициента на падающем рынке. У успешного менеджера должна быть отрицательной, что будет означать более консервативную структуру портфеля на падающем рынке и более рисковый портфель на растущем рынке. Таким образом, если паевой фонд действительно применяет активную стратегию инвестирования, то при оценивании уравнения коэффициент при фиктивной переменной должен быть значимым и отрицательным, иначе будет сделан вывод о низком мастерстве портфельного управляющего.

Эконометрическое оценивание уравнений для каждого инвестиционного фонда производилось на основе месячных данных по доходностям. Анализируемые фонды были разбиты по объекту инвестирования на пять групп: акции всего рынка, акции энергетических компаний, нефтегазовых компаний, телекоммуникационных компаний и металлургических компаний. Анализ, проведенный за период с 2003 года до января 2009 года, показал, что паевые фонды в целом придерживаются преимущественно консервативной стратегии инвестирования ($\beta=0.87$). Наиболее рисковыми являются нефтегазовые и металлургические фонды ($\beta=1.1$), наиболее консервативными являются энергетические фонды ($\beta=0.87$).

Ожидается, что во время кризисного периода уровень риска портфелей фондов в целом снизится по сравнению с докризисным периодом, что объясняется желанием избежать высоких потерь путем инвестирования в акции компаний, уровень производства и цена товаров которых не зависит от экономического цикла (золотодобывающие и алмазодобывающие компании). Несмотря на подъем фондового рынка, который начался с января-февраля 2009 года, ожидается, что фонды будут придерживаться более консервативной стратегии по сравнению с докризисным периодом роста фондового рынка, что объясняется ростом осторожности при выборе ценных бумаг для включения в портфель. Также ожидается при эконометрическом оценивании уравнений выявление большего числа действительно активноуправляемых фондов, чем это было до 2009 года, из-за наличия продолжительных периодов роста и падения фондового рынка, на котором портфельные управляющие могли проявить свою квалификацию.

Литература

1. 1. У. Шарп, Г. Александр, Д. Бэйли. Инвестиции. Пер. с англ., Москва, ИНФРА-М, 2001
2. 2. R. Henriksson and R. Merton. On Market Timing and Investment Performance - Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. Journal of Business, 1981, Vol. 54 pp. 513-533
3. 3. M. Jensen, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. Journal of Finance, 1967, Vol. 23, No. 2, pp. 389-416.
4. 4. W. F. Sharpe. A Simplified Model for Portfolio Analysis. Management Science, Jan., 1963, Vol. 9, No. 2, pp. 277-293
5. 5. www.investfunds.ru
6. 6. www.finam.ru

Иллюстрации

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \gamma_j D_t R_{Mt} + \varepsilon_{jt} \quad (1),$$

Рис. 1: Модель У. Шарпа