Черкасский Виктор Валерьевич. Оценка эффективности инструментов коллективных инвестиций с учетом риска : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Новосибирск, 2005 171 c. РГБ ОД, 61:05-8/3943

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Место инструментов коллективных инвестиций в системе финансовых рынков 16

1.1. Инструменты трансформация сбережений в реальные инвестиции 16

1.2. Понятие коллективных инвестиций 23

1.3. Инвестиционные фонды в странах с развитой экономикой 28

1.4. Состояние финансового рынка России 39

1.5. Основные выводы , 54

Глава 2. Эффективность инвестиционных фондов как сберегательных инструментов 57

2.1. Проблема оценки эффективности управления инвестиционным фондом и составления рейтингов 57

2.2. Оценка результатов деятельности фондов с позиций САРМ 65

2.3. Основные результаты, полученные зарубежными исследователями 74

2.4. Методики построения рейтинга фондов, используемые российскими исследователями 82

Глава 3. Расчет рейтинга российских ПИФ на основе САРМ 89

3.1. Исходные данные, основные допущения 89

3.2. Процедура расчетов 94

3.3. Интерпретация полученных результатов 109

3.4. Сопоставление рейтинга на основе САРМ с альтернативными методиками 112

3.5. Основные выводы 119

Заключение 122

Список литературы 125

Приложения 134

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. В условиях современной экономики, характеризующейся высоким динамизмом структурных изменений, обеспечиваемых перетоком капиталов из одних секторов в другие, важнейшую роль приобретают финансовые рынки. За последние двадцать лет роль финансовых рынков как в целом в мировой экономике, так и в национальных, экономиках существенно выросла. В этих условиях сам характер финансовых рынков и их структура также не могли не претерпеть серьезных изменений. Важнейшую роль на них стали играть институциональные инвесторы, оперирующие денежными средствами, полученными в доверительное управление от широких слоев частных вкладчиков.

Для обеспечения стабильно высокого темпа роста российской экономики на первый план выходит необходимость существенной активизации инвестиционного процесса. Выделяют следующие источники инвестиций: самофинансирование, государственные инвестиции, привлечение

стратегических инвесторов, привлечение портфельных инвесторов.

Последние два источника финансирования могут быть эффективно использованы только при наличии развитой финансовой системы. В этом контексте можно условно выделить две части финансовой системы: банковский сектор и фондовый рынок.

Большинство сделок на фондовом рынке происходят между инвесторами - владельцами указанных бумаг и покупателями, т. е. носят вторичный характер, поскольку в ходе таких сделок денежные средства не перераспределяются в пользу реальных инвестиций. Однако именно на фондовых рынках происходит первичное размещение ценных бумаг (эмиссия), в ходе которой широкий круг инвесторов приобретает ценные бумаги у эмитентов, т.е. наделяет их денежными средствами, которые направляются на реальные инвестиции. При этом для успешного размещения новых выпусков акций необходимо, чтобы инвесторы были уверены в ликвидности и

прозрачности фондового рынка, эффективности его функционирования. В и последнее время указанный тезис находит свое подтверждение в практике -объем денежных средств, привлекаемых частным сектором через фондовый рынок, с 2001 года стремительно растет, по состоянию на конец 2004 года таким образом было привлечено несколько сотен миллиардов рублей.

Для финансовых рынков развитых и развивающихся стран характерен процесс вытеснения банковского кредита как основного источника привлечения финансовых ресурсов корпорациями для осуществления реальных инвестиций в пользу выпуска рыночных инструментов как долевого, так и долгового финансирования. Этот процесс, получивший название «секьюритизация» с разной интенсивностью происходит в экономиках разных стран, как развитых, так и развивающихся.

За период с 1980 по 2000 гг. доля валовых эмиссий акций в инвестициях увеличилась в Германии с 1 до 6%, в Великобритании - с 4 до 14%, в Швеции -с 0 до 29%, в США - с 4 до 13%. За тот же период размер капитализации национальных эмитентов по отношению к ВВП возрос в Германии с 9 до 68%, а в США с 50 до впечатляющих 152%. Рекордсменом по данному показателю является «страна банков» Швейцария - рост с 42 до 327%.

Хотя роль банковского сектора в финансировании промышленности в большинстве стран по-прежнему остается главенствующей, сам характер операций банков существенно изменился. Все большую долю их операций также составляют операции, связанные с рынком ценных бумаг, одновременно фондовый рынок все в большей степени берет на себя функции банковской системы по аккумулированию сбережений и предоставлению финансирования.

Наиболее динамичным сегментом финансового рынка в последнее десятилетие являлась индустрия инструментов коллективных инвестиций, представленная в США взаимными фондами, в Европе - инвестиционными фондами. В России имеется аналогичный инструмент — паевые инвестиционные

фонды (ПИФ). Именно взаимные и инвестиционные фонды выходят на первый t# план в числе основных портфельных инвесторов во всем мире.

В России, несмотря на продолжающийся в течение 6 лет экономический рост, развитие финансового рынка можно охарактеризовать как недостаточное. Поскольку банковская система не в состоянии в ближайшей и среднесрочной перспективе обеспечить аккумулирование достаточного объема инвестиционных ресурсов, важнейшим условием обеспечения инвестиционного процесса будет развитие альтернативных инструментов, предлагаемых иными финансовыми посредниками.

Структура финансовых инструментов, решающих данную задачу, зависит от традиций экономических отношений в стране, законодательной базы, степени развитости инфраструктуры и иных факторов. Изучение состояния российского финансового рынка позволяет сделать предположение о том, что основным инструментом перераспределения финансовых ресурсов от населения, чьи доходы растут с темпом, превышающим темп роста экономики, к бизнесу, испытывающему потребности в инвестиционных ресурсах, могут стать паевые инвестиционные фонды. В этой связи актуальным является исследование результатов деятельности ПИФ, сопоставление их с результатами деятельности аналогичных финансовых институтов в развитых странах, на основании которого может быть сделан вывод о перспективах развития данной отрасли финансового сектора. Для инвесторов, постоянно наращивающих свои вложения в паи инвестиционных фондов, крайне необходим адекватный, неманипулируемый рейтинг, основанный не только на показателях доходности фондов, но также адекватно учитывающий индивидуальный риск, присущий отдельным фондам.

Попытки построить рейтинг инструментов коллективных инвестиций неоднократно предпринимались отечественными исследователями. В настоящее время на регулярной основе используется несколько различных методик построения рейтинга российских фондов, однако каждой из методик

присущи определенные недостатки. Ни одну из методик нельзя считать универсальной и неманипулируемой. Множественность методик подтверждает тот факт, что задача построения адекватного рейтинга фондов в настоящий момент российскими исследователями не решена. Прямое заимствование иностранных методик также не может дать приемлемого результата в силу низкого уровня развития российского рынка акций и иных, по сравнению с западными странами, традиций сбережений населения.

Объектом исследования в данной работе являются инструменты коллективного инвестирования, их роль в инвестиционном процессе и их место на финансовых рынках в условиях развивающейся рыночной экономики.

Предметом исследования является деятельность российских паевых инвестиционных фондов, их эффективность, адекватность степени их развития уровню развития экономики в целом и финансового рынка в частности.

Целью диссертационной работы является выработка методических подходов к оценке деятельности отдельных фондов, а также всей индустрии коллективных инвестиций, их эффективности и роли на финансовых рынках.

Для достижения этих целей были поставлены и решались следующие задачи:

• исследование действующего механизма трансформации сбережений в инвестиции в России и странах с развитой экономикой;

• установление соотношения роли банков и фондовых институтов в этих процессах и тенденций в изменении этого соотношения;

• изучение и критический анализ методов исследования инструментов коллективных инвестиций;

• анализ результатов, полученных зарубежными исследователями относительно результатов функционирования инструментов коллективных инвестиций в странах с развитыми финансовыми рынками;

• разработка методики оценки результатов деятельности инвестиционных фондов, характеризующей не только фактические результаты их деятельности,

но и их место на финансовом рынке в целом, а также построение рейтинга г фондов на основе данной методики.

Теоретическая и методологическая основа исследования. В основе применяемых методов лежит системный подход к анализу инвестиционного процесса. Для решения поставленных задач применялись методы портфельного анализа, теории вероятности и математической статистики, эконометрический анализ, методы анализа экспертных оценок и др.

В качестве теоретико-методологической основы диссертации использованы работы зарубежных и отечественных экономистов, занимающихся исследованиями рынка ценных бумаг и деятельности институциональных инвесторов. Из зарубежных авторов прежде всего следует выделить работы по современной портфельной теории У. Шарпа, Дж. Бейли, Г. Марковича, и др., а также исследователей, изучающих деятельность современных инвестиционных фондов М. Кархарта, Е. Фамма, К. Френча, Дж Богла и др. Среди отечественных исследователей, внесших существенный вклад в изучение данного вопроса, наиболее известны работы Я.М. Миркина, Б.Б. Рубцова, В.Д. Миловидова, С. В. Матросова, М. Капитана. Широко использованы исследования и появившаяся в последние годы, но пока еще весьма разрозненная, статистика международных и российских организаций, в частности ОЭСР, МВФ, Банка международных расчетов, Банка России, FEFSI, Института коллективных инвестиций (ICI, США), крупнейших информационных и рейтинговых агентств Bloomberg, Standard&Poors, Momingstar, Lipper и др.

Основными источниками статистических данных о российских паевых инвестиционных фондах и рынке акций в России являлись Центр коллективных инвестиций (ныне Национальная лига управляющих), Российская торговая система, агентство АК&М, Московская межбанковская валютная биржа и журнал «Финанс».

Степень разработанности темы. Несмотря на актуальность рассматриваемой тематики и важное место, занимаемое инструментами коллективных инвестиций на финансовых рынках, она пока не получила должного освещения в научной литературе, в особенности в России.

Подавляющее большинство публикаций об инструментах коллективных инвестиций в России ограничиваются либо описанием конкретных инструментов и технологии их функционирования, либо обзором результатов действующих фондов за прошедший ограниченный период времени.

Наиболее распространенная тема публикаций на Западе - выбор инвестиционного фонда или портфеля инвестиционных фондов, в наибольшей степени отвечающего потребностям инвестора с определенными запросами, а также попытки выработки методики выбора инвестиционных фондов -лидеров, демонстрирующих стабильно высокие результаты.

На современном уровне развития финансовой науки зарубежными исследователями разработаны более точные и изощренные методики оценки результатов деятельности инструментов коллективных инвестиций, нежели предлагаемая а данной работе, однако с учетом слабого развития фондового рынка России, в настоящее время указанные методики неприменимы к российской действительности.

Научная новизна

1. Выявлены недостатки использующихся в настоящее время методик оценки эффективности российских ПИФов и построения их рейтингов, важнейшим из которых является игнорирование индивидуального риска, присущего каждому конкретному фонду. Теоретически обоснована неприменимость наиболее распространенных зарубежных методик построения рейтинга инструментов коллективных инвестиций к российским ПИФам.

2. Разработана методика оценки финансовых результатов деятельности паевых инвестиционных фондов, основанная на современной портфельной теории и модели ценообразования капитальных активов (САРМ). Данная

методика дает возможность оценить результат конкретного фонда не только в абсолютном выражении, но и в сопоставлении с иными фондами и рынком в ценных бумаг в целом. При этом сопоставление производится с учетом не только доходности, но и риска в его классическом понимании.

3. Методика построения рейтинга ПИФов позволяет на основании эконометрических методов распределять фонды по группам со статистически неразличимым риском и осуществлять сравнения фондов внутри таких групп. Расчеты показали, что фонды смешанных инвестиций и фонды акций могут входить в одну и ту же группу, и, соответственно должны сравниваться между собой. Таким образом, разработанная автором методика впервые представляет возможность составления универсального рейтинга, включающего в себя фонды с различной заявленной структурой активов.

4. В отличие от других методик исследования инвестиционных инструментов, также основанных на статистических данных, данная методика использует инструментарий статистического анализа полученных результатов. Адекватность применяемой модели и методов оценки ее параметров проверяется с помощью статистических тестов.

5. Полученные результаты сопоставлены с рейтингами российских исследователей, построенных по альтернативным методикам. Подтверждена гипотеза о том, что альтернативные методики игнорируют риск, что обеспечивает преимущество в рейтингах более рискованных фондов.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту.

1. Предложенный подход к оценке эффективности ПИФов, основанный на значении фактического риска, присущего каждому конкретному фонду, а не заявленной им инвестиционной политики, позволяет оценивать фонды смешанных инвестиций наряду с фондами акций.

2. Разработана методика составления рейтинга паевых инвестиционных фондов, инвестирующих, по крайней мере, часть своих активов в акции, в основе которой лежит расчет коэффициентов «альфа» и «бета» и

статистическая проверка гипотез о различии значений данных коэффициентов у различных фондов.

3. Расчет рейтинга фондов на основе риска, присущего каждому из фондов, и выделения эффективных инструментов внутри каждой группы позволяет выделить большее число категорий фондов, нежели рассматривается традиционно, что расширяет число эффективных инструментов, доступных российским частным инвесторам.

Практическая значимость результатов исследования состоит в разработанной автором методике построения рейтинга паевых инвестиционных фондов на основе модели САРМ, позволяющей выявлять взаимосвязь между результатами (доходностью и риском) конкретного финансового инструмента и фондового рынка в целом. С помощью данной методики удалось проранжировать фонды по уровню их риска не на основе заявленной управляющими компаниями инвестиционной политики, а по фактически достигнутым результатам, и распределить их по группам таким образом, что различия в уровне риска между любыми фондами из одной группы будут статистически незначимы с заданным уровнем доверия. Методика позволяет в рамках каждой из групп фондов выявить лучшие и худшие фонды с заданным уровнем доверия. Полученные результаты могут представлять практическую ценность, как для исследователей финансовых рынков, так и для широкого круга инвесторов.

Структура работы обусловлена целью исследования и поставленными задачами. В первой главе описываются инструменты трансформации сбережений в реальные инвестиции в странах с развитой экономикой и России.

На основе статистических данных и результатов, полученных российскими и западными исследователями финансовых рынков, делается вывод о вытеснении банковского кредита как основного источника внешнего финансирования инвестиций рыночными инструментами. Формальное различие между германской моделью финансовых рынков, основанной на

банковском кредитовании, и англосаксонской моделью, в которой основную („ роль играет фондовый рынок, утратило свое значение, поскольку в странах с германской моделью, банки, оставаясь основой финансовой системы, серьезно трансформировались, утратив позиции единственного кредитора для бизнеса и единственного инструмента сбережений для населения.

Основной тенденцией, наблюдавшейся на финансовых рынках всего мира в последние двадцать лет, являлась секьюритизация как активов, так и пассивов всех экономических субъектов. Банки, как в Европе, так и в США и Великобритании трансформируются в финансовые конгломераты, извлекающие большую часть доходов и прибыли за счет операций с ценными бумагами.

Другой важной тенденцией являлось усиление роли инструментов коллективных инвестиций, доступных широкому кругу инвесторов на фондовых рынках. В последние 20 лет темпы роста активов взаимных фондов в США и инвестиционных фондов в Европе существенно превышали темпы роста банковского кредита. Так в США к началу XXI века взаимные фонды получили название «альтернативная банковская система».

Спрос на инструменты коллективного инвестирования формируется в основном за счет средств так называемого среднего класса, обладающего в совокупности большим богатством, нежели наиболее богатые индивидуумы, имеющие возможность осуществлять инвестиции напрямую. Важнейшими предпосылками стремительного роста данного сегмента рынка стали низкие или отрицательные ставки по банковским депозитам и либерализация рынков ценных бумаг, позволившая операторам рынка уменьшить комиссионные для крупных инвесторов, к которым относятся фонды и увеличить их для мелких инвесторов. Теоретическую основу для вложения средств в инвестиционные фонды заложила современная портфельная теория, доказавшая возможность получения доходов при ограниченном за счет диверсификации портфеля ценных бумаг риске.

Изучение поведения инвесторов взаимных фондов в США показало, что такого рода инвестиции рассматриваются как долгосрочные и не претерпевают катастрофических изменений под влияние текущей рыночной конъюнктуры.

Анализ уровня развития финансового рынка в показателях его объема и доли в ВВП показал, что, несмотря на продолжающийся в течение 5 лет экономический рост, развитие финансового рынка можно охарактеризовать как недостаточное. Хотя основные показатели объема финансового рынка в реальном выражении растут с темпом, превышающим темп роста экономики, даже к 2010 году по оптимистическому сценарию развития банковского сектора соотношение банковских кредитов к ВВП — основной показатель уровня развития банковской системы, будет в несколько раз меньше, чем в США, стране ориентированной на рыночное, а не банковское финансирование. В этих условиях важнейшую роль в организации трансформации сбережений в инвестиции должна сыграть вторая часть финансовой системы - фондовые рынки.

Основным инструментом перераспределения финансовых ресурсов от населения, чьи доходы растут с темпом, превышающим темп роста экономики, к бизнесу, испытывающему потребности в инвестиционных ресурсах могут стать паевые инвестиционные фонды.

В России паевые инвестиционные фонды действуют с 1997 года. Нормативная база, регламентирующая их деятельность, является одной из наиболее жестких в мире. За всю историю существования данного финансового инструмента в России не было зафиксировано ни одного случая мошенничества в данной сфере. С 2000 года стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов стабильно растет с темпом, превышающим темп прироста банковских депозитов, соответственно роль ПИФов на финансовом рынке с каждым годом увеличивается.

Во второй главе описываются методики исследования результатов работы взаимных и инвестиционных фондов, приводится их критический

анализ и рассматриваются основные выводы, сделанные западными исследователями на основе описанных методик.

Рассмотрены методики присвоения рейтинга взаимным фондам агентств Morningstar, Lipper, Standard&Poors, журналом Money. Указаны основные недостатки данных методик - анализ результатов фондов исключительно в рамках групп, сформированных на основе структуры портфелей фондов и их типа для Morningstar и Lipper, субъективизм и отсутствие универсальности, а также высокая затратность и неполный охват рынка - для агентства Standard&Poors и журнала Money. Общий недостаток, присущий всем рассмотренным методикам исследования - отсутствие статистического анализа полученных результатов и определения их значимости.

Также рассмотрен наиболее распространенный способ оценки результатов работы фондов, используемый большинством управляющих -сопоставление результатов с эталонным портфелем.

Приведена методика анализа управления портфелем на основе модели ценообразования капитальных активов (САРМ), ее предпосылки, основные допущения, результаты исследований западных экономистов относительно ее адекватности. Рассмотрены и проанализированы основные отличия данной модели от иных методов анализа управления портфелем, а именно рассмотрение показателей в терминах сверхдоходности, т. е. доходности за вычетом безрисковой ставки процента, сопоставление и изучение взаимосвязи результатов управления конкретным портфелем с финансовым рынком в целом, сопоставление каждому портфелю адекватного эталонного рыночного портфеля с тем же уровнем риска.

Приведены результаты исследований отрасли взаимных фондов США, на основе которых сделан вывод о том, что на развитом рынке взаимные фонды не в состоянии принести доходность выше среднерыночной даже ценой повышения риска. Также установлено, что фонды, добивавшиеся высоких результатов в прошлом, в большинстве случаев не в состоянии повторить их.

Проведен критический анализ методик, используемых российскими . исследователями для оценки результатов российских паевых инвестиционных фондов и составления рейтингов, показано, что данные методики не в состоянии адекватно оценить работу всего многообразия смешанных фондов и фондов акций и отдают предпочтение более рискованным фондам.

В третьей главе произведен расчет рейтинга паевых инвестиционных фондов в России основанный на модели САРМ. Расчеты произведены на основе данных о ежемесячной доходности фондов, действовавших с января 2002 года по март 2004 включительно.

Для каждого из фондов построено уравнение регрессии, отражающее линейную зависимость сверхдоходности фонда от сверхдоходности показателя рынка акций (индекса Российской торговой системы, далее по тексту - РТС). С помощью регрессионного анализа установлено, что САРМ не может адекватно описать фонды облигаций, а также смешанные фонды с преобладанием облигаций в портфеле. Для остальных смешанных фондов и фондов акций удалось построить адекватные уравнения регрессии и получить оценки значений коэффициентов «альфа» и «бета». Коэффициент «бета»

характеризует уровень риска портфеля, коэффициент «альфа» - эффективность управления.

Проверка статистической значимости полученных оценок с помощью критерия Стьюдента показала, что ни для одного из фондов гипотеза о равенстве коэффициента «альфа» нолю не может быть отвергнута с вероятностью 90%, что подтверждает один из выводов САРМ.

Для исследования вопроса о различии коэффициентов «альфа» и «бета» для различных фондов проведены расчеты с помощью метода фиктивных переменных. Как результат получены таблицы попарных различий коэффициентов «альфа» и «бета» для всех рассматриваемых фондов. На основе указанных таблиц фонды разбиваются на группы таким образом, что в каждую

группу попадают фонды с равным уровнем риска. Внутри каждой группы фонды ранжируются по показателю «альфа».

Полученные результаты сопоставлены с результатами альтернативных методик. Доказывается, что с учетом слабой развитости российского рынка акций, с одной стороны, и многообразия действующих фондов, с другой стороны, САРМ является достаточно адекватной моделью для анализа данного сегмента финансового рынка, а более сложные модели не могут дать более точные результаты.

На основе полученных результатов делаются выводы о высоком уровне управления фондами в России, возможности широкого выбора финансовых инструментов с любым заданным уровнем риска для инвестора, а также о перспективах развития индустрии взаимных фондов и финансового рынка в целом.

## Инструменты трансформация сбережений в реальные инвестиции

Для обеспечения стабильного экономического роста важнейшим фактором является объем реальных инвестиций, выражающихся в увеличении оборотного капитала и приобретении объектов основных средств экономическими субъектами. Источниками таких инвестиций могут выступать прибыль предприятий, бюджетные средства и средства, привлекаемые с финансовых рынков тем или иным способом.

Активизация инвестиционного процесса за счет собственных средств предприятий в экономике России имеет место в настоящее время, однако таит в себе некоторые опасности для будущего стабильного роста экономики. В силу того, что большинство прибыли аккумулируется в добывающей промышленности, именно этот сектор и получает большую долю инвестиций, что лишь усугубляет перекосы в структуре экономики. Неудачный для экономики в целом опыт бума конгломератов с США показал, что даже если инвестиции будут направляться нефтяными и металлургическими корпорациями в иные сферы экономики, не связанные с бизнесом инвестирующих компаний, эти инвестиции с большой долей вероятности окажутся малоэффективными.

Инвестиционные ресурсы бюджета, во-первых, ограничены, во-вторых, должны направляться в сферы экономики непривлекательные для частных инвесторов.

Таким образом, основным источником инвестиций должны стать финансовые рынки, основной функцией которых является аккумулирование временно свободных финансовых ресурсов и направление их экономическим агентам, испытывающим их дефицит, на возмездной основе. С точки зрения макроэкономики основная функция финансовых рынков - трансформация . сбережений в инвестиции.

В этом контексте можно условно выделить две части финансовой системы: банковский сектор и фондовый рынок. Банки привлекают сбережения и передают денежные средства экономическим агентам в-основном в виде кредитов на условиях платности, срочности, возвратности. Предприятия, в свою очередь, за счет полученных ресурсов осуществляют реальные инвестиции и в дальнейшем за счет увеличения прибыли в результате осуществленных инвестиций погашают кредиты.

На фондовых рынках постоянно торгуются фондовые ценности - ценные бумаги: акции, облигации и др. Большинство сделок происходят между инвесторами — владельцами указанных бумаг и покупателями, т. е. носят вторичный характер, поскольку в ходе таких сделок денежные средства не перераспределяются в пользу реальных инвестиций. Однако именно на фондовых рынках происходит первичное размещение ценных бумаг (эмиссия), в ходе которой широкий круг инвесторов приобретает ценные бумаги у эмитентов, т.е. наделяет их денежными средствами, которые направляются на реальные инвестиции.

Существует мнение, что вторичные сделки с ценными бумагами носят исключительно спекулятивный характер и не имеют отношения к инвестиционному процессу, более того, даже вредны для него. Ошибочность такого понимания фондового рынка, несмотря на некоторые сомнения, объяснил Дж. М. Кейнс: «Зрелище современных рынков инвестиций нередко наводило меня на мысль, что если бы сделать инвестирование капитала, подобно браку, долгосрочным и нерасторжимым актом, прерываемым разве что смертью или какими-либо другими вескими причинами, то это могло бы явиться полезным лекарством от наших современных болезней. Ибо это вынудило бы инвестора обратить свой взор на долгосрочные перспективы, и только на них. Однако уже ближайшее рассмотрение этого средства обнаруживает его противоречивость, ибо выясняется, что ликвидность рынков . инвестиций часто способствует, а отнюдь не всегда препятствует новым инвестициям. Ведь сам факт, что каждый индивидуальный инвестор вправе рассчитывать на «ликвидность» своего участия в деле (хотя это и не может быть верно для всех инвесторов, вместе взятых), успокаивает его нервы и придает ему гораздо большую решимость идти на риск. Если индивидуальные инвестиции сделать неликвидными, это могло бы серьезно затруднить новые инвестиции, пока у людей остаются иные пути помещения своих средств.» [14, с. 129-130]

В своей «Декларации политики» - письме менеджерам и партнерам по бизнесу основатели известной фирмы Чарльз И. Меррилл и Е. А. Пирс утверждали: «В заключение выражаем нашу непоколебимую уверенность в будущем нашей страны, в фундаментальной прочности экономики нашего типа - капитализма - и в неотъемлемом месте, занимаемом отраслью ценных бумаг в нашей экономике. Мы считаем, что отрасль ценных бумаг вкладывает больше, чем большинство людей это осознает, в развитие и благосостояние всего нашего народа. Она соединяет вместе тех, кто нуждается в средствах для промышленного развития, и тех, у которых есть средства для инвестирования. Она обеспечивает предприятия средствами для строительства новых заводов, закупки новых машин, для финансирования новой продукции, создания и поддержания занятости». [21, с. 307 - 308]

## Проблема оценки эффективности управления инвестиционным фондом и составления рейтингов

Наличие большого числа действующих на рынке фондов ставит перед инвестором задачу оценки эффективности их деятельности и выбора наиболее подходящего. Как было указано выше, ПИФы являются уникальным с точки зрения информационной открытости продуктом, соответственно в распоряжении исследователя имеется практически полная ретроспективная информация о деятельности любого фонда.

При оценке обыкновенных акций или облигаций инвестор может воспользоваться инструментарием как технического, так и фундаментального анализа. Основной постулат технического анализа - будущие цены зависят исключительно от предыдущих, т. е. на основании данных о предыдущей динамике цены актива можно предсказать его будущую цену. В книге [65, с. 124] это названо «можно ли узнать будущее по следам». При этом следует учитывать, что инструментарий технического анализа разработан для прогнозирования поведения одной ценной бумаги, а не портфеля бумаг, к тому же регулярно обновляемого. Технический анализ предполагает, что цены на акции изменяются под влиянием оценок инвесторов, поэтому одни и те же ситуации на рынке регулярно повторяются. В то же время, очевидно, что цены акций или паев инвестиционного фонда изменяются исключительно в связи с изменением стоимости входящих в него ценных бумаг, а также действий управляющего по управлению портфелем, соответственно большинство наиболее популярных инструментов технического анализа не могут быть использованы для анализа котировок и доходности инвестиционных фондов.

Основной постулат фундаментального анализа - наличие реальной истинной ценности актива, вокруг которого колеблется его рыночная цена. Таким образом, инвестору следует стремиться приобретать недооцененные -активы и избавляться от переоцененных. Истинную ценность актива можно оценить на основании данных о производственно-хозяйственной деятельности эмитента данного актива, показателях прибыльности, ликвидности, оценки реальной стоимости активов, качества менеджмента, дивидентной политики и т. д. Наиболее известными теоретиками указанного подхода являются Бенджамин Грэхэм, а наиболее известным и успешным практиком - Уоррен Баффет.

Однако, в силу того, что инвестиционный фонд не обладает собственными производственными мощностями и представляет собой лишь портфель ценных бумаг, который управляющий может полностью обновить буквально в течение нескольких часов, фактически не существует методов оценки деятельности инвестиционных фондов с позиций фундаментального анализа.

Теоретически можно пытаться оценить перспективы фонда, изучая его портфель активов, однако информация о состоянии портфеля сообщается инвесторам с запаздыванием, и чаше всего только раз в месяц, квартал или год, в то время как менеджер фонда принимает инвестиционные решения ежедневно. Практика более частой публикации состава портфелей фондов неизбежно привела бы к копированию инвестиционных решений менеджеров фондов конкурентами, которые, в отличие от инвесторов фонда, не несут издержек по оплате услуг аналитиков и управляющих и могут извлекать из полученной информации незаслуженную прибыль.

Кроме того, следует отметить, что в странах с развитой экономикой, прежде всего в США, чрезвычайно распространено так называемое украшение витрин - в конце отчетного периода менеджеры фонда, чтобы показать свою эффективность исключают из портфеля фонда акции, чьи котировки снижались на протяжении отчетного периода, и приобретают акции, чьи котировки росли, чтобы создать у инвесторов ошибочное впечатление, что менеджер своевременно принял правильные инвестиционные решения. В результате инвесторы не только вводятся в заблуждение относительно реальной структуры активов фонда, но и, зачастую, несут реальные убытки, так как фонд избавляется от недавно подешевевших акций и приобретает подорожавшие.

При построении рейтинга фондов возникает важная методологическая проблема: если при присвоении рейтингов корпорациям, странам или банкам рейтинговые агентства рассматривают множество показателей, демонстрирующих лишь один глобальный признак - надежность, то важнейшие характеристики ПИФа доходность и надежность всегда изменяются разнонаправлено. За редким исключением получение высокой доходности сопряжено с риском, а низкорискованные инвестиции приносят низкую доходность.

## Исходные данные, основные допущения

Построим рейтинг паевых инвестиционных фондов, предназначенный для инвестора. Данный рейтинг должен дать ему возможность адекватно оценить риск вложений в фонд и, выбрав группу фондов с устраивающим его уровнем риска, принять оптимальное решение с учетом эффективности управления каждым фондом, входящим в соответствующую группу.

Для построения рейтинга паевых инвестиционных фондов, инвестирующих хотя бы часть средств в акции, построим рейтинг на основе САРМ. Для этого необходимо построить линию рынка ценных бумаг SML и рассчитать для каждого из фондов коэффициенты «альфа» и «бета». Воспользуемся процедурой построения уравнений линейной регрессии сверхдоходности каждого фонда и сверхдоходности рыночного портфеля.

Единственный предложенный отечественными исследователями способ группировки фондов - по содержанию инвестиционный декларации позволяет выделить лишь три группы фондов, при этом в значительной мере понятие риска игнорируется. Для более содержательной группировки фондов воспользуемся альтернативным подходом. Рассчитав характеристики САРМ для каждого из рассматриваемых фондов, разделим их на группы с близким уровнем риска, демонстрируемым коэффициентом «бета», в рамках же каждой из групп показателем эффективности будем считать коэффициент «альфа».

В качестве исходных данных возьмем значения номинальной ежемесячной доходности паевых инвестиционных фондов за период с января 2002 по март 2004 года в процентах в месяц. Исходные данные приведены в Приложении 15. Начало периода определяется тем фактом, что большая группа фондов вышла на рынок в конце 2001 года и в случае рассмотрения более продолжительного интервала, включающего в себя более ранние данные, была бы исключена из расчетов. Изучение доходности на интервалах большей продолжительности (например, квартальных) в настоящее время является малопродуктивным из-за малого количества наблюдений. Рассмотрение доходности на более коротких интервалах также невозможно, поскольку, во-первых, интервальные фонды рассчитывают стоимость чистых активов и стоимость паев ежемесячно, а исключение их из рассмотрения нецелесообразно, поскольку, как будет показано ниже, результаты их деятельности фактически не отличаются от результатов открытых фондов, во-вторых, паевые инвестиционные фонды являются инструментом средне- и долгосрочного инвестирования, соответственно дневные колебания не являются важным фактором, который необходимо учитывать инвестору, осуществляющему выбор фонда. Кроме того, при осуществлении краткосрочных операций с паями фондов на первый план выходят скидки с цены пая, удерживаемые агентом или управляющей компанией при его выкупе, и надбавки, уплачиваемые инвестором при его приобретении. При продолжительном владении паями указанные разовые платежи несущественно влияют на чистую доходность, кроме того, многие управляющие не взимают их при долгосрочном (обычно более 6 месяцев) владении паями.

Будем рассматривать только фонды, просуществовавшие в течение всего указанного интервала, всего их 47, разбивка фондов по категориям приведена в таблице 14. В отличие от работ западных исследователей в нашем анализе будет фактически исключен «положительный отбор», связанный с тем, что рассматриваются только «выжившие» фонды, так как за указанный период деятельность ни одного фонда не была прекращена. В случае, если фонд в течение рассматриваемого периода был передан в управление новой управляющей компании, либо разделен, на первом этапе будем рассматривать его и его правопреемника как один фонд. Большая часть существующих в настоящее время фондов не включена в расчеты по причине непродолжительного срока существования, не дающего возможности адекватно оценить их характеристики в связи с недостаточным размером выборки. Данная методика предназначена для оценки фондов акций и смешанных фондов, инвестирующих, по крайней мере, 30% активов в акции. Фонды облигаций включены в первоначальный расчет, чтобы продемонстрировать неадекватность САРМ для оценки их результатов.