Киселев Егор Борисович. Управление паевым инвестиционным фондом на основе согласования предпочтений частных инвесторов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Новосибирск, 2004 191 c. РГБ ОД, 61:05-8/27

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Паевые инвестиционные фонды на рынке коллективных инвестиций. 12

1.1 Место и роль паевых инвестиционных фондов в системе коллективных инвестиций 12

1.2 Особенности российских ПИФов как финансовых институтов 34

1.3 Типы инвестиционных стратегий ПИФов 46

1.4 Выводы 56

Глава 2.Сравнительный анализ методических подходов к управлению ПИФом 59

2.1 Особенности управления ПИФом 59

2.2 Существующие методики управления 62

2.3 Предлагаемая методика управления 100

2.4 Выводы 112

Глава 3. Практическое применение методик к управлению ПИФом 114

3.1 Информационная база 114

3.2 Сравнительный анализ эффективности методик 119

3.3 Особенности применения предлагаемой методики в российской практике 144

3.4 Выводы 151

Заключение 153

Литература 157

Приложения 167

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Паевой инвестиционный фонд

\* (ПИФ) является видом доверительного управления. Его отличительной чертой  
(по сравнению с классическим доверительным управлением) является доступ  
ность и высокая надежность инфраструктуры, что позволяет ему быть потенци  
ально привлекательным для широких слоев населения. Так, например, мини  
мальная сумма для заключения договора на доверительное управление колеб  
лется от 30 тыс. руб. до 500 тыс. долл. США, а в среднем порог равен 50 тыс.  
долл. США. Для ПИФов минимальная сумма инвестирования начинается с 1-2  
тыс. руб. Если при простом доверительном управлении действия управляющего  
не подлежат ежедневному контролю со стороны сторонней организации, то в  
ПИФах присутствует ежедневная проверка деятельности управляющей компа  
нии на предмет соответствия существующей нормативной базе и установлен  
ным правилам ПИФа.

Во многих странах мира институты, подобные ПИФам, играют сущест-венную роль на финансовых рынках. Так, в США в 1997 г. объем средств, переданных во взаимные фонды, составлял 57% от ВВП страны. Такого рода фонды распространены во многих странах мира: США, Великобритании, Германии, Франции, Японии, Чехии и других странах. Данный институт позволяет трансформировать сбережения населения в инвестиции для экономики посредством рынка ценных бумаг.

В силу молодости отрасли паевых инвестиционных фондов в России на

\* настоящий момент вопросы, связанные с управлением ПИФами, сравнительно  
мало проработаны. И поэтому задача разработки методики управления ПИФом,  
нацеленная на соответствие интересам инвесторов, является актуальной как в  
научном, так и прикладном аспекте.

**Степень изученности проблемы.**Теоретические вопросы методики

управления портфелем ценных бумаг изучались многими авторами в основном

« за рубежом. Среди них следует отметить Г. Марковича, У. Шарпа, Б. Малкила,

Е. Фаму, P. Барра, Дж. Тобина, Р. Винса, Э. Петерса, Р. Пректера, Д. Бэстенса. Несмотря на небольшую историю существования рынка ценных бумаг в нашей стране, среди российских авторов к данному вопросу обращалось также большое количество исследователей: С.А. Зинковский, А.О. Недосекин, А.А. Перво-званский, Л.О. Бабешко, И.Н. Рыкова, Н.А. Левочкина, СВ. Екимов.

Эффективность использования на практике различных подходов к управлению портфелем инвестиционных фондов исследовали: Дж. Богл, М. Кархарт, Б. Малкил, М. Капитан, Р. Кокорев, П. Ким и др.

Вопросами, связанными с деятельностью паевых инвестиционных фондов в России, занимались В.Д. Миловидов, Э.А. Мусаев, К.С. Катаев, М.Г. На-турина, И.А. Севостьянов, А.Н. Семенов, В.И. Осипов.

Несмотря на большое количество исследований, из виду был упущен вопрос о возможности совмещения в одном инвестиционном фонде интересов инвесторов с различными инвестиционными горизонтами при различных стратегиях управления. Этот вопрос либо совсем не рассматривался (в работах по управлению портфелем ценных бумаг), либо делалось предположение, что этот параметр примерно одинаков у всех инвесторов (в работах, посвященных непосредственно управлению инвестиционным фондом).

**Цель работы**состоит в разработке методики управления группой ПИ-Фов, позволяющей создать для инвесторов возможность эффективного инвестирования средств в соответствии с их индивидуальными предпочтениями по отношению к периоду инвестирования и к степени риска.

Достижение сформулированной цели связано с решением ряда **основных задач:**

1. провести сравнительный анализ различных подходов к классификации паевых инвестиционных фондов по стратегиям управления;
2. определить особенности использования активных и пассивных методик управления портфелем ценных бумаг применительно к паевым инвестиционным фондам;
3. предложить методику управления ПИФами, не ущемляющую интересы индивидуального инвестора и сочетающую в себе преимущества индексного инвестирования с возможностью учета склонности инвесторов к риску при мониторинге краткосрочных изменений тренда рыночных индексов;
4. провести сравнительный анализ эффективности методик управления портфелями ценных бумаг;
5. осуществить тестирование методики с целью определения ее точностных характеристик;
6. с использованием предложенного подхода оценить эффективность управления ПИФом и чувствительность методики к возникающим ошибкам.
7. проанализировать возможность применения предлагаемой методики в России.

**Объект исследования**- паевые инвестиционные фонды, как институт привлечения коллективных инвестиций.

**Предметом исследования**является процесс управления паевым инве  
стиционным фондом, учитывающий стратегические интересы различных групп  
частных инвесторов. *~*

**Теоретической основой**диссертации являются труды российских и зарубежных специалистов по управлению портфелем ценных бумаг и инвестиционными фондами, базирующиеся на институциональной экономической теории.

**Методологической основой**диссертации является системный анализ стратегий управления портфелем ценных бумаг применительно к паевым инвестиционным фондам, а также методы сравнения, анализа, индукции, дедукции, эконометрические методы, имитационное моделирование процесса управления инвестиционным фондом с использованием ЭВМ.

**Информационной базой**исследования выступают: статистическая информация Национальной Лиги Управляющих, информационного агентства

MSN, исследовательского института Investment Company Institute, рейтингового агентства Morningstar, информационного агентства S&P Funds Services, информационного агентства AK&M, Московской Межбанковской Валютной Биржи, биржи РТС, Банка России, Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг. В работе использовались нормативные акты, регулирующие деятельность паевых инвестиционных фондов в России.

Автором **обосновываются и выносятся на защиту следующие основные положения:**

1. При применении методик активного управления портфелем ценных бумаг,

основанных на выборе активов с последующим определением их весов в портфеле, к управлению ПИФом в силу специфики этого инструмента инвестирования возникает риск ухудшения финансовых результатов одних инвесторов за счет других инвесторов. В результате для учета интересов множества инвесторов с различными предпочтениями даже в рамках одного типа активов управляющей компании требуется создать столь большое количество ПИФов, что практическое управление этими фондами не представляется возможным.

2. Пассивный способ управления портфелем позволяет сочетать интересы мно-

гочисленных инвесторов с разными периодами инвестирования, но не позволяет дифференцировать их по рискованности, связанной с частотой пересмотра портфеля управляющим в течение периода инвестирования.

3. Предлагаемая методика управления ПИФами позволяет при помощи не-

большого количества ПИФов учесть индивидуальные интересы широкого круга инвесторов как по периоду инвестирования, так и по относительной рискованности.

4. Разработанная методика в силу накладываемых нормативными актами огра-

ничений и слабой развитости российского рынка ценных бумаг не может быть применена к управлению ПИФами в полном объеме. Однако при незначительном смягчении требований к структуре активов, которое наблюда-

лось до 2002 г., ее применение становиться возможным. Причем в случае если ошибки управления будут находиться в границах, определенных в результате расчетов на статистических данных по российскому рынку ценных бумаг, то такое управление будет эффективным.

**Научная новизна**полученных результатов исследования состоит в том, что

выявлены недостатки существующих систем классификации инвестиционных фондов по стратегиям как в России, так и за рубежом;

проанализированы особенности применения методик управления портфелем ценных бумаг к паевым инвестиционным фондам с точки зрения возможности совмещения интересов инвесторов с различными инвестиционными периодами в одном фонде;

сформулирована новая для данного рынка методика управления, позволяющая учесть интересы широкого круга инвесторов;

оценена возможность применения данной методики на практике как с точки зрения ограничений, выдвигаемых российскими нормативными актами, так и с точки зрения допустимых ошибок управления.

Надежность и полнота информационной базы, комплексность подхода к достижению задач, использование международного опыта исследования поставленной проблемы, применение современных технических средств для проведения расчетов обеспечивают **достоверность и обоснованность**результатов диссертационной работы.

**Практическая значимость.**Применение результатов исследования на практике позволяет обеспечить эффективное и недискриминационное управление средствами инвесторов группы паевых инвестиционных фондов, находящихся под управлением одной управляющей компании. Предлагаемая методика позволяет управляющей компании при помощи небольшого количества паевых инвестиционных фондов создать возможность большому количеству инвесторов для достижения индивидуальных целей.

**Апробация результатов работы.**Результаты исследования используются при управлении группой паевых инвестиционных фондов «Перспектива», «Панорама» и «Энергия», находящихся под управлением управляющей компании ООО «Управляющая компания «Мономах». Кроме того, результаты исследования используются при предоставлении услуг классического доверительного управления инвестиционной компании ЗАО «Прайд Холдинг».

**Объем и структура диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы (119 источников) и девяти приложений. Основной текст изложен на 156 страницах, включая 23 таблицы и 16 рисунков.

**В первой главе**дается характеристика рынку структур, аналогичных ПИФам, в странах с развитыми и развивающимися экономиками. Обзор показывает, что индустрия инвестиционных фондов значима и аккумулирует существенные финансовые ресурсы в различных странах мира. Указываются предпосылки необходимые для существования рынка коллективных инвестиций. Также рассматривается история становления одного из институтов коллективного инвестирования - ПИФа. В отличии от предшественника (чекового инвестиционного фонда) данный институт прошел длительный эволюционный путь на котором сформировалась нормативная база, шло становление рынка ценных бумаг, происходило развитие экономике, что в результате повлияло на существенные темпы роста отрасли в последние годы.

Кроме того, в работе рассматриваются этапы взаимодействия инвестора с инфраструктурой рынка паевых инвестиционных фондов. На каждом из этапов выделяются структуры с которыми происходит взаимодействие, а также поясняется их роль в этом процессе. К таким структурам относятся: управляющая компания, специализированный депозитарий, независимый оценщик и др.

Одним из этапов является выбор ПИФа с подходящей стратегией управления активами. В работе сравниваются различные подходы к классификации инвестиционных фондов по стратегиям управления, разработанные различными зарубежными и российскими авторами. Выявляются два недостатка, иска-

жающих представление инвестора о доходности и рискованности. Они связанны с разделением по различным группам с одинаковыми параметрами доходности и рискованности. На основе выявленных недостатков предлагается модифицированная классификация для российских ПИФов.

Во **второй главе**дается обзор существующих методик активного и пассивного управления портфелем ценных бумаг. Теоретическую базу активных методик управления составляют работы таких авторов, как Г. Марковиц, У. Шарп, Р. Барр и др. Активное управление включает два этапа принятия инвестиционных решений: на первом - управляющий выделяет некоторое количество активов, которые с его точки зрения могут принести доход инвестору, на втором этапе он, в соответствии с прогнозом их доходности и оценки возможной ошибки прогноза, определяет веса выбранных активов в портфеле. Помимо базовых теорий рассматриваются основные направления их развития.

Сторонниками пассивной стратегии управления, под которой понимается индексное инвестирование, являлись Е. Фама и Б. Малкил. Основной гипотезой этого подхода является то, что рынок эффективен, и на основании существующей информации невозможно делать значимых прогнозов относительно будущих доходностей активов. В данном случае основной задачей управляющего является структурирование портфеля в соответствии с каким-либо рыночным индексом. В работе дается характеристика основным индексам рынков акций крупнейших зарубежных стран и России.

Анализируется возможность применения активных и пассивных методик к управлению ПИФом. В результате чего делается вывод, что методики активного управления не позволяют на практике создать необходимое количество ПИФов для удовлетворения индивидуальных интересов широкого круга инвесторов. Анализ пассивной методики управления показывает, что в отношении периодов инвестирования она позволяет предоставить инвесторам необходимое качество управления, однако не позволяет дифференцировать инвесторов по степени рискованности (под рискованностью в данном случае подразумевается

частота пересмотров портфеля инвестора в течение всего периода инвестирования).

С учетом выявленных недостатков предлагается новый методический подход, позволяющий учесть интересы инвесторов относительно периода инвестирования и степени рискованности. Методика базируется на индексном инвестировании и является его развитием. Она состоит из трех этапов. На первом этапе для данного рыночного индекса выделяются типы существующих в его динамике значений тенденций (трендов). Второй этап нужен для определения сравнительной доходности/рискованности стратегий, нацеленных на прогнозирование точек перелома трендов каждого полученного типа. На третьем этапе задачей управляющего является мониторинг смены трендов соответствующего типа. На основании анализа принимается решение о выборе между двумя формами нахождения средств инвесторов: денежной формы или портфеля активов, структурированного в соответствии с данным рыночным индексом.

**В третьей главе**описывается информационная база, необходимая для проведения исследования.

Приводится обзор исследований зарубежными авторами эффективности активных и пассивных методик, которые показывают, что лишь незначительное количество активных управляющих могут добиваться устойчивых эффективных (лучших, чем индексное инвестирование) результатов по сравнению с индексным портфелем. Собственные расчеты автора диссертации, проведенные на текущих данных о динамике стоимости акций взаимных фондов США и стоимости пая российских ПИФов, также подтвердили тезис об эффективности индексного инвестирования.

При помощи имитационного моделирования на основе данных об индексе РТС анализируются границы допустимых (с точки зрения эффективности) ошибок при применении предлагаемой методики.

Исследуется возможность применения предлагаемой методики на российском рынке ценных бумаг. Рассматривается существующая нормативная ба-

за и установленные ею ограничения на структуру активов ПИФа. Основные индексы российского фондового рынка, которые могут служить базой для применения предлагаемой методики, проверяются на предмет соответствия установленным ограничениям.

В заключении формулируются основные результаты проведенного исследования.

## Место и роль паевых инвестиционных фондов в системе коллективных инвестиций

Роль инвестиционных фондов разных стран в системе коллективных инвестиций и в экономике существенно отличается. Это отчасти можно объяснить различными моделями финансового рынка, которые присутствуют в этих странах. Выделяют две модели: континентальную и англосаксонскую [58]. Отличаются они помимо прочего относительной ролью банковского сектора и рынка капиталов.

В качестве примера страны с континентальной моделью обычно приводят Германию. В этой стране банковский сектор развит в большей степени, чем рынок капитала и сопутствующие ему институты (пенсионные фонды, инвестиционные фонды и т.п.). Второй тип обычно связывают с Великобританией и США, где роль инвестиционных фондов и рынка ценных бумаг огромная. Языком цифр данные тезисы представлены в табл. 1.1, из которой видно, что доля инвестиционных и пенсионных фондов в Германии в 1997 г. всего 13% от ВВП, в то время как в Великобритании и США суммарные активы этих двух категорий коллективных инвесторов превышают ВВП этих стран. Также из табл. 1.1 видно, что роль пенсионных фондов примерно одинаковая в США и Великобритании, в то время как индустрия инвестиционных фондов играет более значимую роль в США.

Полезность коллективных инвесторов вообще и инвестиционных фондов в частности заключается в том, что они являются формой доверительного управления средствами многих инвесторов. Они выполняют роль проводника ресурсов между инвесторами и рынками различных инвестиционных инструментов. Для того чтобы эта роль была существенна должны существовать некоторые условия.

Во-первых необходимо чтобы у большого количества инвесторов была возможность делать сбережения. Данная предпосылка тесно связана с экономическим ростом экономики и с уровнем экономического равенства.

4 Во-вторых у инвесторов должна существовать готовность к принятию риска и хороший уровень знаний о том, какие возможности у них существуют и как их реализовать.

В - третьих существенным является наличие развитых рынков инвестиционных инструментов. Сюда входить как законодательные основы функционирования (позволяющие обеспечить защиту прав инвесторов), так и развитость инфраструктуры по доступу на данные рынки (обеспечивающую надеж ность системы и низкие издержки по ее использованию инвестором). Кроме того, немаловажным фактором является неконцентрированная структура собственности.

В - четвертых сама система коллективных инвесторов должна иметь хорошую законодательную базу и развитую инфраструктуру.

Поэтому развитие коллективных инвестиций тесно связанно с развитие экономики в целом и развитием рынков инвестиционных инструментов. Примеров такого развития много. Финансовые институты, подобные паевым инвестиционным фондам, развивались во многих странах мира. Существует 55— 60 тыс. фондов с активами в управлении порядка 50 трлн долл. Фонды существуют в Аргентине, Австралии, Бельгии, Бразилии, Канаде, Чили, Финляндии, Греции, Гонконге, Индии, Японии, Мексике, Испании, Турции и других странах. Наибольшее распространение фонды получили в США - 8256 (на конец 2002 г.) с активами в 6390 млрд долл., во Франции - 7773 с активами 845 млрд, в Люксембурге - 6874 с активами 803 млрд, Англии - 1787 с активами 288 млрд, Германии - 1092 с активами 209 млрд, Японии - 2718 с активами 303 млрд долл. [119]. Рассмотрим индустрию инвестиционных фондов в некоторых странах.

## Особенности управления ПИФом

ПИФ представляет собой портфель активов, поэтому можно рассматривать применение к его управлению существующих методик управления портфелем ценных бумаг. Прежде чем переходить непосредственно к анализу применимости методик управления портфелем на данном сегменте рынка коллективных инвестиций, рассмотрим цели и задачи управляющего.

Согласно российским нормативным актам [1, 2, 3] целью управления ПИФом является получение прибыли владельцами инвестиционных паев. Поэтому управляющая компания должна обеспечить инвесторам паевых инвестиционных фондов прибыль. С другой стороны, из соображений рационального видения бизнеса доходы, которые получает УК от такого рода деятельности, должны по крайней мере перекрывать расходы, и компания должна стараться быть рентабельной. Эти две цели, по мнению некоторых авторов, являются конфликтующими и в настоящее время, по их мнению, превалирует достижение цели самой управляющей компании.

Так, в работе Дж. Богла, посвященной деятельности взаимных фондов США, автор сравнивает эту двойственность целей работы управляющих с высказываниями из Евангеля: «Никто не может служить двум господам» [13, с. 25]. Богл указывает на тот факт, что большинство фондов создаются самими управляющими компаниями и в советы директоров фондов входят их представители. По его словам: «Миссия Совета директоров состоит в том, чтобы служить сторожевым псом управляющей компании, контролирующей и направляющей каждый аспект деятельности Фонда, и одобрять контракт с управляющей компанией, обеспечивающей выплаты в достаточном размере, чтобы

гарантировать рост и прибыльность компании» [13 с. 27]. Исходя из приведенной в этой работе истории роста минимальных ставок управленческих гонораров по среднему фонду отрасли, которые с 1924 по 1996 г. выросли почти в два раза, делается заключение о недобросовестности действий управляющих компаний по отношению к интересам инвесторов фондов, находящихся в их управлении. Действительно, долгосрочный рост ставок при непрерывном увеличении средств в управлении настораживает и на первый взгляд, можно сказать, что происходит перераспределение средств из карманов инвесторов в карманы владельцев управляющих компаний.

Однако складывается впечатление, что автор подразумевает наличие на рынке взаимных фондов олигополии, на которой согласно существующим теориям [78] возможна ситуация сговора, нацеленная на максимизацию прибыли всех участвующих в сговоре компаний. Однако количество управляющих компаний на рынке США (про которые так плохо отзывается Богл) весьма существенно - более 400 [118]. В эру информационных технологий особых проблем, с тем чтобы инвестор мог купить акции понравившегося ему фонда в США, нет. То есть практически у каждого инвестора есть большой выбор фондов, из которых, проанализировав всю доступную информацию (в том числе и о размере вознаграждения), он может сделать свой выбор, наиболее близко отвечающий его целям и предпочтениям. Количество информационных ресурсов, посвященных тематике взаимных фондов, огромно. Такие компании, как аналитическое агентство S&P [104], рейтинговое агентство Morningstar [109], исследовательский институт Investment Company Institute [118] предоставляют разнообразнейшую информацию об этом рынке. Таким образом, по внешним признакам ситуация ближе к конкурентной, чем к олигопольной.

В любом случае наличие двух целей при управлении не такое уж специфичное свойство применительно к инвестиционным фондам - вся индустрия доверительного управления имеет эту особенность. Более того, любой производитель должен решать схожую проблему определения оптимальной цены за свой товар или услугу.

## Информационная база

Описание методик. Под пассивным управлением понимается формирование портфеля на длительный срок - от 5 лет и выше. На практике пассивно управляемые портфели используют индексную методику, которая подразумевает простое техническое поддержание параметров портфеля в соответствии с параметрами индексного портфеля [13, 23,43, 81, 83].

Начало бурного развития индексного инвестирования связывают с книгой Бертона Малкила, профессора Принстонского университета, "A Random Walk Down Wall Street" [13, 94] ("Случайное блуждание no Wall Street"). Основная идея книги, которая впервые была опубликована в 1973 г., заключается в том, что инвесторы добиваются лучших результатов, когда приобретают и держат в своих портфелях бумаги индексных фондов, чем когда они покупают и продают акции отдельных компаний или становятся участниками активно управляемых фондов. По убеждению Малкила, рынок оценивает акции настолько эффективно, что стратегии, направленные на то чтобы его переиграть, в итоге оказываются совершенно бесполезными. Автор книги утверждает, что "обезьяна с завязанными глазами, бросающая дротики "дартца" в газетную страницу с финансовой информацией, способна выбрать портфель, результаты которого будут ничуть не хуже, чем у портфеля, тщательно подобранного экспертами" [94] . Поэтому автор считает, что разработанные методы фундаментального и технического анализа являются пустой тратой времени. Действительно, есть исследования, проведенные на предмет значимости технического анализа на базе «японских свечей» [82], которые показали, что протестированные на данных различных рынков за 1990-1995 гг. стратегии купли/продажи активов согласно «техническим» сигналам были убыточными.

Трактат Малкила способствовал резкому усилению интереса к индустрии индексных фондов и значительному укреплению их рыночных позиций. Публикация его книги повлекла за собой мощную волну критики, в том числе со стороны нового поколения экспертов фондового рынка, взгляды которого сформировались на фоне разрастания интернет-пузыря.

В 2003 г. появилось рекордное восьмое издание "A Random Walk Down Wall Street". Помимо многочисленных поправок и дополнений в основном тексте, это издание содержит новую главу, посвященную истории взлета и падения Интернет-рынка, которая является последовательным продолжением прослеживаемой Малкилом хроники рыночных "маний", имевших место за последние четыре столетия.

Базой для работы Малкила послужили исследования Фамы [90, 91], который выдвинул гипотезу эффективного рынка. Согласно рассуждениям Фамы, не возможно показать результаты лучше рыночных, так как рынок настолько эффективен, что вся текущая информация сразу же отражается в ценах активов. Таким образом, каждый раз, когда инвестор покупает и продает активы, он полагается на удачу, а не на знания. Положительных же результатов можно добиться, только владея «инсайдерской» информацией, которая не доступна действующим на рынке участникам.