

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Работа допущена к защите
зав. кафедрой проф. Я.М. Миркин

« _ » _____ 2005 г.

Дипломная работа

на тему:

«Оценка эффективности инструментов доверительного управления»

Выполнил студент группы К-5-3

Логинов А. А.

Научный руководитель:

доц. Андрианова Л. Н.

МОСКВА-2005

Содержание

Введение	3
ГЛАВА I. Теоретические основы оценки эффективности инструментов доверительного управления	7
1.1. Соотношение понятий «эффективность», «доходность» и «качество» инструментов доверительного управления	7
1.2. Рисксовая составляющая качества инструмента доверительного управления.....	11
1.3. Математические методы в оценке эффективности инструментов доверительного управления	18
ГЛАВА II. Практика применения методов оценки эффективности инструментов доверительного управления на российском рынке ценных бумаг	27
2.1. Характеристика выборочной совокупности паевых инвестиционных фондов.....	27
2.2. Определение геометрии инвестирования на российском рынке паевых инвестиционных фондов	30
2.3. Использование коэффициентов и показателей, основанных на применении модели У. Шарпа	33
ГЛАВА III. Методика оценки эффективности инструментов доверительного управления	46
3.1. Построение архитектуры анализа эффективности.....	46
3.2. Построение оценочной модели	50
3.3. Разработка критериальных диапазонов и весовых коэффициентов.	54
3.4. Тестирование методики и интерпретация результатов	58
Заключение	64
Список литературы	68
Приложения	73

Введение

На данный момент отрасль доверительного управления является одной из самых быстро развивающихся. По оценочным данным Национальной лиги управляющих, количество пайщиков за 2004 год более чем утроилось и достигло 68 тыс. человек. 7 лет назад в России работало 20 паевых инвестиционных фондов, которыми управляли 16 компаний. К концу 2004 года уже насчитывалось 283 фонда и 103 управляющие компании. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов увеличилась с 1997 года в 94,5 раза и превысила \$4 млрд. [22, с. 62].

Столь стремительное развитие данного сегмента рынка ценных бумаг требует глубокого и всестороннего анализа эффективности деятельности портфельных менеджеров по управлению паевыми инвестиционными фондами, с тем чтобы облегчить инвестору поиск оптимального фонда. Действительно, за семь лет инфраструктура рынка ценных бумаг вообще, и отрасли доверительного управления в частности, укрепилась, стала стабильной и в целом понятной для участника. Но в то же время достаточно неуверенно на практике российского рынка ценных бумаг применяются методы математического анализа, которые широко распространены в мире.

Многие профессионалы могут оспорить необходимость применения таких методов в российской практике, ссылаясь на то, что в целом отечественный рынок излишне волатилен, характеризуется распространением манипулятивных практик, инсайдерских сделок и иных нарушений. Отчасти они правы, но это не снимает ответственности с профессиональных участников рынка ценных бумаг по проведению комплексного анализа поведения участников отрасли и предоставлению его результатов потенциальным инвесторам.

Многие финансово-экономические журналы публикуют различные рейтинги, в том числе кратко- и среднесрочные, но зачастую они являются продуктом экспертного суждения авторов, которые неохотно делятся мето-

дикой подсчета той или иной балльной оценки. В результате получается, что несведущему инвестору не понятно, что собой характеризует получаемая на выходе информация. Поэтому отрасли нужны некие общие ориентиры, которые были бы понятны каждому потенциальному инвестору.

В целях написания настоящей работы планируется сделать вывод о возможности применения широко распространенных в мировом финансовом мире математических методов оценки эффективности инструментов доверительного управления. Для конкретизации данной задачи основными методами, которые предстоит охарактеризовать в данном исследовании, являются теория современного портфеля Г. Марковица и модель У. Шарпа. При этом анализ предполагается строить на основе графической интерпретации (построение эффективной границы, сравнение с линиями CML и SML) и комбинации различных коэффициентов, как-то: альфа, бета, Шарпа и др.

До начала исследования необходимо условиться относительно объекта анализа и конкретизировать, что считать инструментом доверительного управления. Вообще под инструментами доверительного управления можно понимать все виды объектов как коллективного, так и индивидуального доверительного управления. Но если в объект данного исследования включить разновидности индивидуального доверительного управления, то в первую очередь сталкиваешься с проблемой отсутствия необходимой информации.

Ввиду вышеизложенного при выполнении поставленных целей под инструментом доверительного управления предполагается понимать пай паевого инвестиционного фонда. Данное решение обусловлено тем, что при таком сужении объекта исследования оценка эффективности инструментов доверительного управления значительно упрощается.

При написании данной работы необходимо систематизировать совокупность методов, применяемых в мировой практике, по оценке эффективности деятельности фондов коллективных инвестиций, и при этом важно проанализировать методологические наработки и предложения, разработанные российскими специалистами, по оценке качества инвестиционных инстру-

ментов. Интересным представляется то обстоятельство, какие корректировки и уточнения необходимо сделать, чтобы успешно применить все методы по оценке эффективности в российских условиях.

Для решения поставленных задач предполагается выбрать из общего числа фондов определенное число открытых и интервальных паевых фондов, соответствующих определенным критериям, которые также будут выработаны на начальном этапе настоящего исследования. В рамках этого важно дать характеристику выборочной совокупности как по числу входящих фондов, так и по доли, занимаемой ими в отрасли доверительного управления.

Другой важной целью данной работы является выражение суждения относительно возможности включения в оценку эффективности доверительного управления анализа качества такого инструмента, как инвестиционный пай. Для достижения данной цели представляется оптимальным построить комплексную модель по оценке эффективности инструментов доверительного управления. Для построения оценочной модели, включающей анализ качества инструмента доверительного управления, важно выделить основные блоки, на которых строится анализ. Такие блоки должны учитывать преимущества, которыми обладает управляющая компания по сравнению с конкурентами, по уровню обслуживания, деловой репутации и др.

При этом каждый блок необходимо конкретизировать пунктами, по которым выражается экспертное суждение путем выставления баллов. Для реализации такой задачи самым трудоемким представляется выработка критериев – диапазонов значений различных показателей, которым должна соответствовать конкретная балльная оценка. В рамках выработки таких критериальных диапазонов необходимо учитывать сложившееся в российской отрасли доверительного управления распределение значений показателей, поскольку такие диапазоны не должны носить отдаленный от рынка, идеализированный характер.

На следующих этапах необходимо разработать систему весовых коэффициентов, соответствующих каждому пункту блока, для того чтобы расчи-

тать общую оценку в баллах по каждому блоку. После этого заключительным этапом является выведение общего интегрального показателя, учитывающего множество различных характеристик.

В заключительной части данного исследования представляется важным сделать вывод о преимуществах и недостатках разрабатываемой комплексной модели по оценке эффективности инструментов доверительного управления, о ее практическом значении, а также о перспективах использования в российских условиях данной методики.

ГЛАВА I. Теоретические основы оценки эффективности инструментов доверительного управления

1.1. Соотношение понятий «эффективность», «доходность» и «качество» инструментов доверительного управления

В современной экономической науке существуют различные взгляды на определение эффективности инвестиционных инструментов вообще и инструментов доверительного управления в частности. Прежде всего, необходимо отметить, что «общая эффективность организации оценивается с точки зрения того, каким образом проделываемая работа соотносится с целями и задачами» [7, с. 1521]. Поэтому количественно эффективность можно представить как «отношение объема продукции к единице затраченных ресурсов». В случае инвестиционной деятельности объемом продукции является весь объем денежных потоков, который получает инвестор в период владения финансовым активом, а затраченные ресурсы – это объем первоначальных вложений.

В то же время понятие «эффективность» должно анализироваться не только с позиции построения математических формул и моделей, но и с позиции оценки «качества» инвестиционного инструмента. Здесь вопрос лишь в том, как правильно выделить компоненты, влияющие на качество инструмента.

Международный стандарт ISO9000 трактует качество как «совокупность характеристик объекта, относящихся к его способности удовлетворять установленные или предполагаемые потребности» [48, с. 25]. А. Трегуб в статье «Паевые инвестиционные фонды: качество инструмента и риски инвестора» [48, с. 28-29] предлагает систему показателей качества, состоящую из частных и главных показателей. В целях написания данной работы считаю необходимым привести основные из них.

1. Частные показатели качества:

1.1. Безопасность инструмента;

- 1.2. Доступность инструмента;
- 1.3. Отрегулированность инструмента;
- 1.4. Уровень клиентского сервиса:
 - 1.4.1. технологичность и удобство обслуживания,
 - 1.4.2. компетентность персонала и культура обслуживания,
 - 1.4.3. комфортабельность мест обслуживания,
 - 1.4.4. дополнительные возможности и услуги;
- 1.5. Деловая репутация, стиль управления:
 - 1.5.1. размер активов под управлением,
 - 1.5.2. репутация фонда,
 - 1.5.3. долголетие фонда,
 - 1.5.4. образование и опыт управляющего,
 - 1.5.5. стаж управляющего,
 - 1.5.6. отражение деятельности управляющего в СМИ;
2. Главные показатели качества:
 - 2.1. Доходность инструмента,
 - 2.2. Надежность инструмента,
 - 2.3. Ликвидность инструмента.

Понятно, что данная иерархия показателей применима к оценке качества любой ценной бумаги, поэтому показатели 1.1.-1.3., связанные с обобщенной оценкой качества инструмента доверительного управления, как такового, не нуждаются в детальной расшифровке, поскольку сопоставление инструментов доверительного управления с другими финансовыми активами выходит за рамки настоящего исследования.

С другой стороны в свете российской специфики отрасли доверительного управления важность показателей качества 1.4. и 1.5. более чем очевидна. Хотя эти показатели и основываются на субъективном восприятии качества, но они являются теми необходимыми дополнительными компонентами, без которых невозможно построение модели комплексной оценки эффективности инструмента доверительного управления.

В частности, уровень сервиса определяет комфортность инструмента. Критериями ее оценки является наличие хорошо оборудованного офиса с приветливым и подготовленным персоналом, причем процедуры приобретения и выкупа паев не должны отнимать много времени, да и само время работы офиса должно быть удобно. Помимо этого, Интернет-сайт фонда должен быть понятен клиенту, где бы можно было задать вопрос управляющему, на который непременно ответят.

Суммарно все показатели можно определенным образом объединить в интегрированный показатель качества, но для этого необходимо выделить ключевые доминирующие характеристики и придать им вес, несмотря на то что на первый взгляд кажется, что в такой структуре существуют взаимозависимые связи. Так, низкий уровень сервиса свидетельствует о низкой корпоративной культуре, а это в свою очередь может обернуться для инвестора низкими показателями доходности.

В рамках оценки главных показателей качества используются в том числе следующие ключевые понятия: «доход» и «доходность». Доход может быть реализован в виде курсового дохода в результате прироста капитала и текущего дохода, который получает инвестор в виде регулярных платежей от эмитента ценных бумаг [15, с. 119].

В рамках развития отрасли доверительного управления доходность напрямую зависит от роста курсовой стоимости финансового актива, но при этом возможен вариант получения регулярного дохода в виде дивидендов в случае покупки акций акционерных инвестиционных фондов. В целом этот доход называется совокупным. В зарубежных источниках, в частности в книге Р. Нортон [17, с. 79-80], в совокупный доход включаются различные факторы, которые влияют на повышение стоимости финансового актива либо дохода, в том числе и налоговые изменения.

Доход как абсолютная величина сама по себе недостаточна для проведения комплексного анализа, поэтому другой важный показатель – «доходность», равный отношению дохода к первоначальной стоимости вложения.

Безусловно, в первоначальную стоимость вложения необходимо включать все осуществленные инвестором затраты по приобретению ценной бумаги – таковыми являются стандарты как российской, так и международной практики учета, но в рамках проведения анализа и моделирования приходится проводить определенные упрощения, дабы обладать сравнимой информацией.

В книге Р. Нортон «Фонды облигаций: путь к получению высоких доходов» [17] происходит смешение понятий дохода и доходности: логичным представляется понимание дохода как абсолютной величины, а доходности – как относительной. Но на с. 79 предлагается для расчета величины дохода использовать формулу расчета доходности, при этом из величины доходности вычитается «1», что делает получаемый результат еще более непонятным. Совокупный доход $= \frac{B-A}{A} - 1$, где А – начальный капитал, а В – текущий.

В книге Р. Винса «Математика управления капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров» [12, с. 47] встречается понятие HPR (holding period returns) «прибыль за период удержания позиции», которая по смыслу является суммой величины доходности от инвестирования, выраженной в долях, и единицы.

В учебном пособии Буренина А. Н. «Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов» [11, с. 72] приводится определение, в соответствии с которым «доходность – это относительный показатель, который говорит о том, какой процент приносит рубль инвестированных средств за определенный период времени». В русско-английской финансово-банковской энциклопедии происходит смешение понятий, поскольку доходность понимается в широком смысле: «доходность инвестиции – деньги, накопленные или заработанные в результате инвестиций в течение года» [7, с. 350].

Для возможности сравнивать действия менеджеров необходимо привести их в сопоставимый вид, для этого существует еще одно понятие – доходность в годовом исчислении, для чего получаемую доходность корректи-

руют на коэффициент τ , равный отношению продолжительности года к продолжительности рассматриваемого периода, выраженных в одних и тех же единицах, например в днях. Данная схема применима для краткосрочных операций, а для долгосрочных вложений используется другой вариант - $r = \sqrt[n]{\frac{P_n}{P}} - 1$, где n – число лет, P – первоначально инвестированная сумма, P_n – сумма через n лет.

Очевидно, что на начальном этапе оценки известна только одна величина, необходимая для расчета показателя доходности, а именно начальная стоимость ценной бумаги. Но инвестор по ожидаемым значениям будущей стоимости может вычислить ожидаемую доходность, которая в соответствии с законами математической статистики является математическим ожиданием доходности финансового актива, т. е. $\bar{r} = M(r)$, где r – значение доходности в определенный момент времени. В анализе исторических данных математическим ожиданием доходности является среднеарифметическая величина значений доходности за предшествующий период, т. е. $\bar{r} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_i$, где n – количество единиц совокупности.

Во многих источниках приводится возможность расчета математического ожидания доходности на основе придания различных весов различным вероятным значениям доходности. Эти веса рассчитываются на основе выработанных экспертных суждениях либо на основе результатов математического моделирования.

1.2. Рисквая составляющая качества инструмента доверительного управления

По сути, самое важное при анализе инвестиционных качеств того или иного финансового актива – это оценить, насколько рискованным является данное вложение. Надежность (риск) – это второе качество финансовой инвестиции. Ведь наряду с оценкой доходности, которую инвестор ожидает по-

лучить в результате совершения той или иной операции, необходимо знать, насколько высока возможность потери начального капитала.

В экономической литературе существуют различные подходы к определению понятия «риск».

Встречаются мнения, согласно которым одна и та же ситуация одним человеком может восприниматься как риск, а другим как удобный случай [17, с. 39]. Международный стандарт качества ISO9000 определяет риск как «совокупный фактор вероятности возникновения нежелательного события и его последствий». А. Трегуб дает следующее определение: «риск – возможность возникновения в ходе инвестиционного процесса ситуации и ее последствий, которые, вследствие неопределенности причин и/или неточных решений, не были или не могли быть учтены при принятии инвестиционного решения или в ходе самого инвестиционного процесса» [48, с. 19].

Энциклопедия банковского дела и финансов [7, с. 1102] определяет риск как «вероятность понести убытки или упустить выгоду», а также «неуверенность в получении соответствующего дохода или убытка». Во многих определениях, приводимых российскими авторами, вероятность наступления неблагоприятного события сознательно заменяется неопределенностью наступления того или иного события. Такая позиция обосновывается тем, что в практике существования отрасли доверительного управления в России не накоплен достаточный опыт для формирования распределения вероятности наступления неблагоприятных событий.

Риск – это, прежде всего, некоторое действие, а значит, у этого действия должен быть источник, а поскольку в модели организации паевого инвестиционного фонда участвует множество сторон, то и источниками будут являться все участники этих взаимоотношений.

На инструменты доверительного управления, как и на другие финансовые активы, оказывают влияние различные группы рисков, среди которых – политические, правовые, инвестиционные, инструментальные, регуляторные, информационные, клиентские, форс-мажорные и др. Специфическими

рисками являются инструментальные, которые присущи только инструменту доверительного управления, хотя некоторые позиции могут быть применены к любому инструменту, обращающемуся на рынке ценных бумаг.

Иерархия инструментальных рисков следующая [48, с. 21]. Инструментальные риски:

1. Управленческие риски;
2. Ресурсные риски:
 - 2.1. Технический,
 - 2.2. Кадровый;
3. Инфраструктурные риски:
 - 3.1. Смена управляющего,
 - 3.2. Смен обслуживающих организаций,
 - 3.3. Изменение собственников и менеджмента;
4. Операционные риски:
 - 4.1. Эксплуатационно-технические,
 - 4.2. Технологические,
 - 4.3. Внутреннего контроля и риск-менеджмента,
 - 4.4. Служебные;
5. Риски инсайдерских сделок;
6. Риски нарушения жизненного цикла:
 - 6.1. Ликвидация фонда,
 - 6.2. Приостановление деятельности фонда;
7. Риски совмещения различных видов деятельности;
8. Риски изменения договорных отношений:
 - 8.1. Изменение инвестиционной декларации,
 - 8.2. Изменение правил фонда;
9. Методический риск;
10. Учетный риск.

Некоторые из перечисленных рисков нуждаются в детализации, поэтому необходимо их рассмотреть более подробно. В частности, инфраструк-

турный риск связан с тем, что в процессе управления фондом могут измениться управляющий и другие организации, обслуживающие фонд. В схеме взаимодействия инвестор-фонд инвестор не может оказывать влияния на выбор управляющей компании, регистратора, аудитора или оценщика, и если такое изменение необходимо, он может лишь выйти из такого фонда, если сложившаяся структура ему не подходит.

Договорные риски связаны с тем, что инвестор, приобретая инвестиционный пай, присоединяется к коллективному договору, условиями которого являются правила фонда. Риск реализуется в том случае, если управляющий изменяет в одностороннем порядке любой из пунктов правил или инвестиционной декларации. В частности, это критично, если происходят существенные изменения в инвестиционной декларации, которая определяет соотношения «риск-доходность», основываясь на которой инвестор принимал решение о вступлении в фонд. Данный пункт относится в равной степени и к другим условиям правил, будь то это размер скидки/надбавки или вознаграждения.

Риски нарушения жизненного цикла связаны с возможностью для управляющего фондом или регулятора рынка ликвидировать фонд или приостановить отдельные операции, приводящие к потере ликвидности инвестиций.

Помимо этого, особое значение имеют информационные риски, поскольку в силу своей открытости отрасль коллективного доверительного управления наиболее часто и полно представлена в СМИ. С одной стороны, это способствует популяризации данной отрасли, позволяет инвестору принимать разумные и взвешенные решения, основываясь на раскрываемых данных. Но в то же время тут вступает в действие законы рекламы и каждая компания выбирают только лучшие показатели, свидетельствующие о ее успехе, при этом могут выбираться только самые благоприятные интервалы времени, размер скидки/надбавки может вообще не упоминаться.

Понятно, что довольно проблематично произвести комплексную объективную оценку всей системы рисков, которым подвержен инструмент доверительного управления. Поэтому важно выделить ключевые позиции, по которым в соответствии с выбираемыми методами необходимо проводить оценку. Следовательно, большую часть видов рисков, в том числе инструментальных, можно оценить, только используя метод экспертных суждений.

Помимо главных показателей качества, а именно оценки доходности и надежности (риска) инструментов доверительного управления необходимо выделить целый ряд параметров, оказывающих непосредственное влияние на результат инвестирования денежных средств в тот или иной финансовый актив. В контексте данного утверждения необходимо детально остановиться на таком параметре, как профессиональный уровень организации доверительного управления того или иного фонда.

Одним из важных показателей является размер чистых активов фонда. Конечно, не существует прямой зависимости между суммой активов фонда и эффективностью его работы, но все же с большой долей уверенности можно утверждать, что компания пользуется определенным доверием. Здесь важно решить, начиная с какой пороговой величины стоимости активов можно говорить о доверии к фонду. В книге Р. Нортон [17, с. 64] в качестве такого порогового значения используется цифра в 500 млн. долл. США. Если принять во внимание, что по состоянию на 01.02.2005 общая величина стоимости активов в российской отрасли коллективного доверительного управления составляет 4 млрд. долл. США [22, с. 62], то, очевидно, такой показатель нуждается в корректировке.

Помимо размеров активов в управлении важно оценить репутацию и долголетие фонда. Сравнительную оценку работы фондов можно проводить путем сопоставления позиций в среднесрочных и долгосрочных рейтингах. Если фонды, находящиеся под управлением определенной управляющей компании, регулярно находятся на вершине среднесрочного рейтинга доверия, значит, она работает хорошо. Если же ее фонды располагаются на низ-

ших ступенях рейтинга, то очевидно, что компания не выполняет своих обязательств.

Поскольку рынок ценных бумаг подвержен колебаниям и потрясениям вследствие действия средне- и долгосрочных циклов и трендов, то и очень важно оценить, как фонды той или иной компании преодолевают различные потрясения. В частности, если преобладает общая понижательная тенденция, то необходимо оценить, насколько эффективно работает компания, чтобы предотвратить массовый уход клиентов из инвестиционной индустрии. Остается добавить, что данный параметр приобретает особенную значимость, учитывая специфику российского рынка ценных бумаг, характеризующегося избыточной волатильностью.

В рамках оценки организации управления в конкретной управляющей компании необходимо определить, насколько высоким уровнем профессиональной компетенции обладают конкретные доверительные управляющие. В начале развития отрасли, и через это прошли многие развитые рынки, традиционно фонды управлялись одним человеком, но впоследствии, в процессе развития рынков, практикуется передача управления фондом команде менеджеров, каждый из которых отвечает за определенную часть портфеля.

В практике организации отрасли доверительного управления США и других стран Запада многие топ-менеджеры не учились в известных университетах, но в целом диплом высококлассного учебного заведения – хороший знак. Конечно, в практике регулирования рынка ценных бумаг предъявляются обязательные требования к сотрудникам компании, занимающейся коллективным инвестированием, поэтому факт функционирования управляющей компании уже говорит о многом. И в частности, что сотрудники обладают минимумом прикладных знаний, необходимых, для того чтобы фонд не обанкротился.

Понятно, что инвестора интересует, насколько успешно работает тот или иной фонд, поэтому необходимо оценить, в какой отрасли работал доверительный управляющий. Как правило, предлагается предъявлять требования

к стажу работы менеджера минимум в пять лет. При этом в практике доверительной отрасли рынка ценных бумаг США очевидно, что управляющий, работавший, например, в фонде на индексе Казначейства, не может мгновенно начать эффективно работать в фонде «мусорных» облигаций. Поскольку емкости вышеописанных сегментов рынка ценных бумаг США сами по себе огромны и к тому же сильно разнятся между собой, то существует огромная разница в уровне сложности и компетентности анализа, которым должен владеть управляющий. В то же время в компетентности менеджера, работавшего более 10 лет в одном сегменте отрасли, при переходе на другой сегмент вряд ли стоит сомневаться.

История отрасли доверительного управления в России столь непродолжительна, что при выработке критериев оценки стажа работы управляющих необходимо исходить из того, что различные сегменты отечественного рынка ценных бумаг не очень отличаются друг от друга. Вследствие этого важно делать акцент не на том, на каком сегменте фондового рынка, а на том, в какой области вообще работал менеджер, будь то это реальный или финансовый секторы экономики.

Важным показателем также является стаж работы, ведь чем дольше менеджер занимал этот пост, тем больший у него опыт и тем больше он видел различных рыночных ситуаций. Хотя длительный стаж и не гарантирует хорошую работу менеджера, плохие управляющие не задерживаются долго в семье фондов.

Значимым критерием является также наличие конкретного плана инвестирования, которым собирается следовать менеджер. В российской практике это будет означать наличие четко прописанных объектов и целей инвестирования в инвестиционной декларации либо правилах доверительного управления фондом, из которых инвестору будет ясно, какой стратегии придерживается менеджер. В дополнение к этому инвестору будет полезно ознакомиться с публичными высказываниями управляющего, что может дать более глубокое понимание его личности и образа мышления.

1.3. Математические методы в оценке эффективности инструментов доверительного управления

Используя методическую базу прикладных экономико-математических дисциплин, представляется возможным с высокой долей вероятности оценить инвестиционный риск, который связан с изменением котировок ценных бумаг (т. е. инструментов доверительного управления), курсов валют, процентных ставок, уровня инфляции и т. д.

С позиции финансовых приложений, точки зрения различных представителей которых практически идентичны, мерой риска является среднеквадратическое отклонение или дисперсия доходности инвестиции. $\sigma^2 = M(r - \bar{r})^2$, где σ^2 – величина дисперсии, иначе расчет можно произвести по следующей формуле: $\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2$. Но более удобной формулой для расчета в соответствии с законами математической статистики является следующая: $\sigma^2 = M(r)^2 - M^2(r)$. Дисперсия является показателем рассеяния фактических значений доходности вокруг ее средней величины.

Сам по себе показатель дисперсии количественно ни о чем не говорит, так как, подставляя данные в формулу, мы получаем проценты в квадрате, поскольку доходность измеряется в процентах. Для удобства вместо дисперсии используют показатель «среднеквадратическое отклонение», или «стандартное отклонение», получаемый извлечением арифметического квадратного корня из величины дисперсии: $\sigma = \sqrt{\sigma^2}$.

Подобно тому, как в науке при прогнозировании показателя доходности математическое ожидание доходности принято считать ожидаемой доходностью, так и величину дисперсии принято считать ожидаемой дисперсией доходности финансового актива.

Помимо вышеописанных ключевых математических параметров важен еще один – ковариация, которая говорит о степени зависимости двух случайных величин. Ковариация имеет размерность, равную произведению размерности случайных величин, поэтому значение ковариации зависит от величин

измерения. Помимо этого, ковариация характеризует рассеяния случайных величин вокруг средних значений. В результате этого, если одна из величин мало отклоняется от своего среднего значения, то величина ковариации будет небольшой, какой бы тесной ни была зависимость между ними. Поэтому ковариация не дает полной картины степени взаимосвязи между переменными.

В числовом измерении ковариация исчисляется, как $\sigma_{ij} = M[(r_i - \bar{r}_i)(r_j - \bar{r}_j)]$, где $i=1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, n$. Иначе, используя правила математической статистики, ковариацию можно найти по следующей формуле: $\sigma_{ij} = M(r_i r_j) - M(r_i)M(r_j)$. Ковариация позволяет измерить, насколько изменение доходности одного финансового актива влияет на изменение другого, т. е. насколько выполняется требование диверсификации, чтобы уменьшить риск. Исследуя определенную совокупность, состоящую из определенного набора финансовых активов, можно построить ковариационную матрицу Λ ,

$$\text{где } \Lambda = \begin{pmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} & \sigma_{13} & \dots & \sigma_{1n} \\ \sigma_{12} & \sigma_2^2 & \sigma_{23} & \dots & \sigma_{2n} \\ \sigma_{13} & \sigma_{23} & \sigma_3^2 & \dots & \sigma_{3n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sigma_{1n} & \sigma_{2n} & \sigma_{3n} & \dots & \sigma_n^2 \end{pmatrix}.$$

Ввиду вышеизложенных недостатков ковариации, используют другой показатель – коэффициент корреляции. Коэффициент корреляции (ρ_{ij}) – величина безразмерная, изменяется в пределах от -1 до +1, поэтому данный показатель однозначно определяет характер зависимости между двумя величинами. Формула для расчета следующая: $\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}$.

Данные характеристики случайных величин необходимы для комплексного анализа множества, состоящего из n-числа паев паевых инвестиционных фондов, обладающих двумя основополагающими свойствами – ожидаемой доходностью и ожидаемой дисперсией (среднеквадратическим отклонением). На основе этого можно вычислить эффективный набор портфелей паев, который является множеством, состоящим из доминирующих

портфелей. И что еще более важным – найти эффективную границу инвестиционных возможностей.

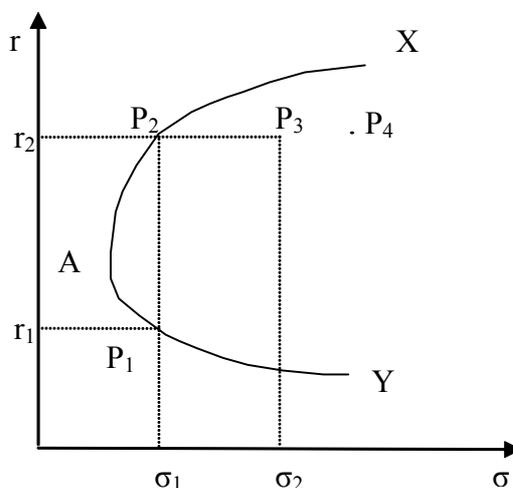


Рисунок 1. Варианты портфелей из двух активов с корреляцией доходности меньше +1. [11, с. 271]

На рисунке 1. представлены инвестиционные возможности для портфелей из двух активов с корреляцией доходности меньше +1. Портфель P_2 является доминирующим по отношению к портфелю P_1 , поскольку оба портфеля имеют одинаковый риск (σ_1), но при этом доходность портфеля P_2 выше портфеля P_1 ($r_2 > r_1$). Аналогично портфель P_2 будет доминирующим по отношению к P_3 , поскольку они оба имеют одинаковую ожидаемую доходность, но риск портфеля P_3 меньше риска портфеля P_2 . С другой стороны, если сравнивать портфели P_2 и P_4 , нельзя однозначно утверждать, какой из них будет доминирующим, поскольку они имеют разные значения как ожидаемой доходности, так и риска.

Таким образом, получается, что рациональный инвестор выберет доминирующий портфель, поскольку он представляет собой наилучшее сочетание доходности и риска. Если инвестор формирует портфель из двух бумаг X и Y, как показано на рисунке 1., то в точке A он может получить портфель с наименьшим уровнем риска для сочетания данных активов.

Если объединить в портфель некоторое число активов: A, E, D и C, корреляция доходностей между которыми от -1 до +1, то, изменяя их удель-

ные веса в портфеле, можно поострить множество портфелей с различными параметрами риска и доходности, которые расположены в рамках фигуры ABCDE, как показано на рисунке 2. Рациональный инвестор, минимизируя риск и максимизируя доходность своего портфеля, предпочтет всем возможным комбинациям портфелей портфели, которые расположены на отрезке BC, поскольку они являются доминирующими. Этот набор принято называть эффективным набором или эффективной границей.

В основе поиска эффективной границы лежит задача в нахождении таких весов финансовых активов в портфеле (x_i), чтобы выполнялись следующие условия:

$$\min \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \sigma_{ij}, \quad r_p = \sum_{i=1}^n r_i x_i, \quad \sum_{i=1}^n x_i = 1.$$

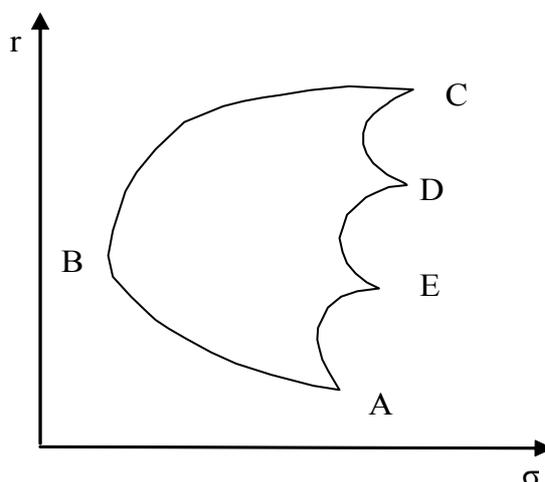


Рисунок 2. Эффективный набор портфелей. [11, с. 273]

С помощью компьютерных прикладных программ можно решить задачу определения наименьшего риска для каждого значения его ожидаемой доходности, это принято называть методом Г. Марковица. Неудобство данного решения заключается в том, что для определения эффективной границы портфеля, состоящего из большого числа активов, необходимо провести много вычислений. Впрочем, данные недостатки можно устранить, автоматизируя процесс подсчета с помощью компьютерных прикладных программ.

Помимо методов, предложенных Г. Марковицем и описанных выше, существует модель оценки стоимости активов (CAPM – capital assets pricing

model), разработанная профессором Страдфордского университета лауреатом Нобелевской премии Уильямом Р. Шарпом. В соответствии с данной моделью для оценки рыночного риска портфеля используется величина «бета», которая отражает, насколько доходность конкретного финансового актива зависит от доходности рыночного портфеля. В качестве рыночного портфеля традиционно принимается индекс с широкой базой. Бета рассчитывается по формуле: $\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ или $\beta_i = \frac{\sigma_i \rho_{im}}{\sigma_m}$, где β_i - бета i -ого актива, а соответствующий показатель с индексом m характеризует рыночный портфель.

Величина β актива говорит о том, насколько его риск больше или меньше риска рыночного портфеля. Следовательно, активы с бетой больше единицы обладают риском, большим рыночного, а активы с бетой меньше единицы – меньшим. Важно отметить, что коэффициент бета может принимать и отрицательные значения, что будет свидетельствовать об обратном воздействии изменения доходности рыночного портфеля на изменение доходности конкретного актива.

Для анализа соотношения риска и доходности конкретного актива в модели У. Шарпа также используются линия рынка капитала (CML – capital market line) и линия рынка актива (SML - security market line). Уравнение CML описывается формулой: $r_p = r_f + \left(\frac{r_m - r_f}{\sigma_m} \right) \sigma_p$, где r_f - ставка доходности безрискового актива, а σ_p - стандартное отклонение портфеля (актива), для которого определяется уровень ожидаемой доходности, а r_m и σ_m - показатели ожидаемой доходности и стандартного отклонения рыночного портфеля соответственно.

Уравнение SML описывается формулой: $r_i = r_f + (r_m - r_f) \beta_i$. Оценивая характеристики обеих линий, необходимо отметить, что в состоянии рыночного равновесия на CML располагаются только эффективные портфели, все прочие портфели располагаются под ней. CML учитывает весь риск портфеля (актива). В состоянии равновесия на SML расположены все портфели, как

эффективные, так и неэффективные. Данная линия учитывает только системный риск портфеля (актива). Как показано на рисунке 3., в случае наличия двух портфелей в состоянии равновесия неэффективные портфели и отдельные активы располагаются ниже CML, но лежат на SML, так как рынок оценивает только системный риск данных портфелей (активов).

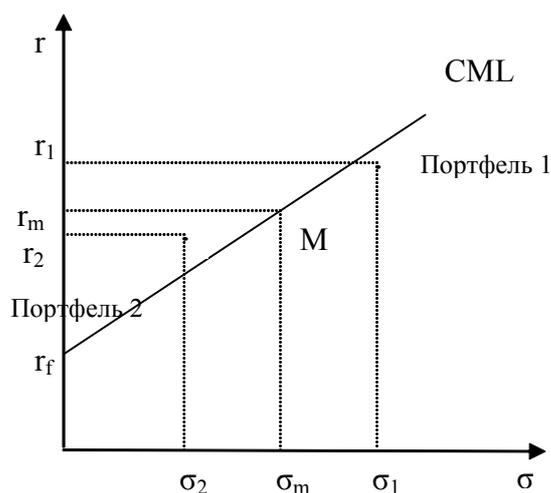


Рисунок 3. Оценка эффективности управления портфелем с использованием CML. [11, с. 338]

Если на графике, как показано на рисунке 4., в случае наличия двух портфелей, анализируемый портфель находится ниже SML, то это означает, что менеджер получил результат хуже рыночного. Если же портфель расположен выше SML, то управление принесло более высокую доходность, чем рынок.

Оценить эффективность управления портфелем можно также на основе определения величины его коэффициента альфа (α). Для определения альфы сначала рассчитывается ожидаемая доходность портфеля соответствующего уровня риска с помощью SML, для четкости обозначим ее ξ по известной формуле. После этого происходит сопоставление спрогнозированных данных с фактически полученными. Величина альфа получается по следующей формуле: $\alpha_i = r_i - \xi$, где r_i - фактически полученное значение доходности актива.

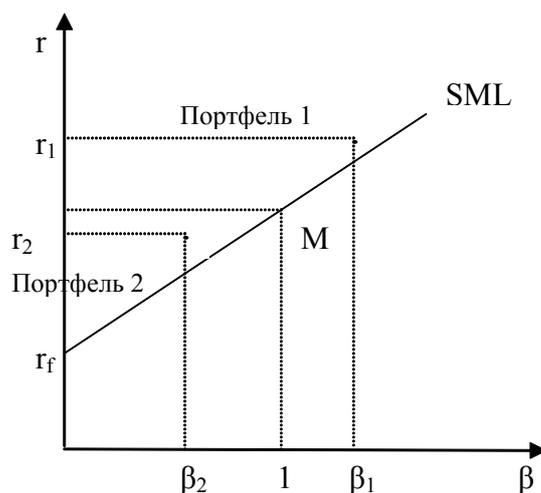


Рисунок 4. Оценка эффективности управления портфелем с использованием SML. [11, с. 339]

Коэффициент альфа, получаемый на основе подсчета с помощью SML, называют коэффициентом Дженсена (Jensen differential performance index). Индекс Дженсена может служить для оценки результатов как активной, так и пассивной стратегий. Менеджер, следующий пассивной стратегии, не ставит перед собой задачу получить более высокую доходность, чем доходность рынка. Поэтому он ориентируется на результаты, представленные для портфелей, расположенных на ожидаемой SML. Если фактическая альфа оказывается не равной нулю, то это говорит о том, что менеджер недостаточно опытен в прогнозировании будущей конъюнктуры рынка.

Помимо этого существует показатель, позволяющий получить некую величину, сочетающую в себе как ожидаемую доходность, так и дисперсию. Этот показатель называют коэффициентом Шарпа, в целом он оценивает эффективность управления портфелем за определенный период T . Объектом анализа с помощью коэффициента Шарпа служит избыточная доходность портфеля (d^t), которая является разницей в момент времени t между реализованной доходностью портфеля и доходностью эталонного портфеля, в качестве которого может выступать индекс акций или значение безрискового актива (доходность по государственным ценным бумагам).

Коэффициент Шарпа описывается формулой: $k_s = \frac{\bar{d}}{\sigma_d}$, где $\bar{d} = M(d')$ является средним значением избыточной доходности, σ_d - ее стандартным отклонением, получаемым из формулы $\sigma_d^2 = M(d')^2 - M^2(d')$. Важно заметить, что если доходность безрискового актива не меняется в течение анализируемого периода, то коэффициент Шарпа упрощается до банального отношения разности ожидаемой доходности финансового актива (портфеля) и безрисковой ставки к величине ожидаемого стандартного отклонения этого актива (портфеля).

Чем выше полученное значение коэффициента Шарпа, тем лучше были итоги работы фонда с поправкой на риск. В практике взаимных фондов США фонды с коэффициентом выше 1 считаются привлекательными для инвесторов, поскольку коэффициент, равный или превышающий 1, указывает на то, что доход пропорционален или больше риска, связанного с получением этого дохода. Фонды с показателем менее 1 указывают на присущий им риск в большей степени, чем извлекаемый доход, делая их менее привлекательными.

Одна из проблем применения этого коэффициента заключается в том, что фонды с наибольшим коэффициентом Шарпа могут иметь очень низкую доходность. Это является следствием того, что консервативные фонды, как правило, обладают низким показателем стандартного отклонения.

Другим обобщающим показателем является коэффициент Трейнора, который рассчитывается по формуле: $k_{tr} = \frac{\bar{d}}{\beta_d}$, где β_d - оценка коэффициента бета избыточной по отношению к рыночному портфелю доходности. В случае если доходность безрискового актива остается неизменной на протяжении анализируемого периода, то коэффициент Трейнора сводится к отношению избыточной доходности к коэффициенту бета портфеля.

Коэффициент Шарпа в качестве меры риска учитывает стандартное отклонение. Поэтому его традиционно используют инвесторы, портфели кото-

рых не являются широко диверсифицированными. Коэффициент Трейнора эффективнее применять инвесторам с широко диверсифицированными портфелями, поскольку мерой риска в данном случае выступает величина бета.

Коэффициент Сортино – показатель, рассчитываемый аналогично коэффициенту Шарпа, однако вместо волатильности портфеля используется так называемая «волатильность вниз». Дело в том, что при оценке риска по коэффициенту Шарпа используется волатильность, которая учитывает как положительные, так и отрицательные отклонения от среднего значения доходности инструмента.

В то же время риск можно оценивать только как отрицательные отклонения, потому что любые положительные отклонения – это своего рода дополнительный доход (который никакой опасности не несет), а «отрицательные» отклонения – это потенциальное недополучение дохода, и именно его необходимо учитывать. Поэтому коэффициент Сортино рассчитывается исключительно на основе отрицательных отклонений. Интерпретация этого показателя следующая: чем выше значение коэффициента, тем лучше, тем больший доход приходится на единицу капитала, подверженного риску.

ГЛАВА II. Практика применения методов оценки эффективности инструментов доверительного управления на российском рынке ценных бумаг

2.1. Характеристика выборочной совокупности паевых инвестиционных фондов

В силу того, что в рамках данного исследования предполагается изучить характеристики инструментов доверительного управления российского рынка ценных бумаг, объектом анализа будут выступать котировки стоимости паев открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, отвечающих ряду критериев. Участие в выборке закрытых инвестиционных фондов не представляется возможным, поскольку по ним отсутствуют котировки. Прежде всего, для адекватного анализа ожидаемой доходности и ожидаемого риска необходимы данные за длительный период, как минимум за три года. Поэтому в выборке могут принять участие только те паевые фонды, которые существуют на рынке не менее трех лет.

Таким образом получился следующий список.

Фонды акций – 17 ед.

Открытые фонды (10 ед.): «Перспектива» (УК «Мономах»), «Солид-Инвест» (УК «Солид Менеджмент»), «Добрыня Никитич» (УК «Тройка Диалог»), «Базовый» (УК «Кэпитал Эссет Менеджмент»), «Паллада – корпоративный фонд» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Алемар – активные операции» (УК «Алемар»), «Петр Столыпин» (УК ОФГ «Инвест»), «Ермак – фонд краткосрочных инвестиций» (УК «Ермак»), «ПиоГлобал – фонд акций» (УК «ПиоГлобал Эссет Менеджмент»), «Долгосрочные взаимные инвестиции» (УК «Монтес Аури»).

Интервальные фонды (7 ед.): «ЛУКОЙЛ фонд перспективных вложений», «ЛУКОЙЛ фонд отраслевых инвестиций», «ЛУКОЙЛ фонд первый» (УК «Уралсиб»), «Энергия» (УК «Мономах»), «Поддержка» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Высокие технологии», «Нефтяной фонд промышленной реконструкции и развития» (УК «Менеджмент-Центр»).

Смешанные фонды – 16 ед.

Открытые фонды (9 ед.): «Капитал» (УК «Энергокапитал»), «Резерв» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Дружина» (УК «Тройка Диалог»), «ПиоГлобал – фонд сбалансированный» (УК «ПиоГлобал Эссет Менеджмент»), «Тактика» (УК «Регионгазфинанс»), «Капитальный» (УК «Пифагор»), «Фонд ликвидных акций и валютных активов» (УК «Брокеркредитсервис»), «ДИТ – фонд сбалансированный» (УК «Дойчер Инвестмент Трест»), «Партнерство» (УК «Интерфин Капитал»).

Интервальные фонды (7 ед.): «ЛУКОЙЛ фонд профессиональный» (УК «Уралсиб»), «Альфа-капитал» (УК «Альфа-капитал»), «Солид интервальный» (УК «Солид Менеджмент»), «Алемар – сбалансированные инвестиции» (УК «Алемар»), «Первый профессиональный» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Энергия-инвест» (УК «Энергия-инвест»), «Стратегия» (УК «Регионгазфинанс»).

Открытые фонды облигаций (6 ед.): «Русские облигации» (УК ОФГ «Инвест»), «Алемар – фонд облигаций» (УК «Алемар»), «Илья Муромец» (УК «Тройка Диалог»), «Паллада-ГЦБ» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «ПиоГлобал – фонд облигаций» (УК «ПиоГлобал Эссет Менеджмент»), «ЛУКОЙЛ фонд консервативный» (УК «Уралсиб»).

В результате в выборочную совокупность попадают только 39 паевых инвестиционных фондов, что составляет седьмую часть от общего числа открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов. При этом если анализировать по объему чистых активов фондов, попадающих в выборку, то получится, что 39 фондам соответствует 72% общего объема чистых активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов.

По паевым фондам, входящим в выборку, анализ производится, прежде всего, на основе построения точек в системе координат «риск-доходность». На основе анализа различных вариантов этого соотношения происходит выяснение эталонных показателей в целом по отрасли и для групп фондов. Группировка фондов основывается на типологии паевых инвестиционных

фондов, выдвигаемой финансовым регулятором на российском рынке ценных бумаг (смешанные фонды, фонды акций, фонды облигаций).

В рамках данного анализа первоначально вычисляются ежедневные значения доходностей по котировкам тридцати девяти выбранных фондов в период с 05.03.2002 по 05.03.2005, на основе чего рассчитываются ожидаемые значения доходности и дисперсии. На этом этапе было отсеяно двенадцать фондов, так как в результате вычислений по ним были получены отрицательные значения ожидаемой доходности.

В список исключенных вошли паи следующих фондов: «Солид-Инвест» (УК «Солид Менеджмент»), «Паллада – корпоративный фонд» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Петр Столыпин» (УК ОФГ «Инвест»), «Ермак – фонд краткосрочных инвестиций» (УК «Ермак»), «Энергия» (УК «Мономах»), «Резерв» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Фонд ликвидных акций и валютных активов» (УК «Брокеркредитсервис»), «Паллада-ГЦБ» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), «Русские облигации» (УК ОФГ «Инвест»), «Стратегия», «Тактика» (УК «Регионгазфинанс»), «Капитальный» (УК «Пифагор»), «Алемар- сбалансированные инвестиции» (УК «Алемар»).

В результате сокращения выборочной совокупности количество фондов стало равно двадцати шести, причем количество анализируемых управляющих компаний – пятнадцати. Объем чистых активов фондов, попавших в выборку, упал на 4 млрд. рублей и в абсолютном выражении составил 23,4 млрд. рублей, что в относительном выражении равняется 62% от общей суммы чистых активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в России.

Ежедневные значения доходности паев открытых ПИФов рассчитывались отдельно от паев интервальных ПИФов, поскольку в последнем случае расчет необходимо производить на базе ежемесячных данных. Исключение составило семейство пяти фондов под управлением УК «Уралсиб». Это вызвано тем, что УК «Уралсиб» по упомянутым фондам ежедневно производит оценку чистых активов, несмотря на то что они являются интервальными.

Таким образом, отдельно просчитывался набор эффективных портфелей по 14 открытым и 5 интервальным фондам (УК «Уралсиб») и отдельно – по 7 интервальным фондам.

2.2. Определение геометрии инвестирования на российском рынке паевых инвестиционных фондов

С помощью возможностей программного продукта MS EXCEL производится поиск решения задачи нахождения оптимального портфеля путем максимизации значения ожидаемой доходности за счет варьирования долей паев различных фондов в портфеле инвестора при одновременной фиксации на определенном уровне значения дисперсии.

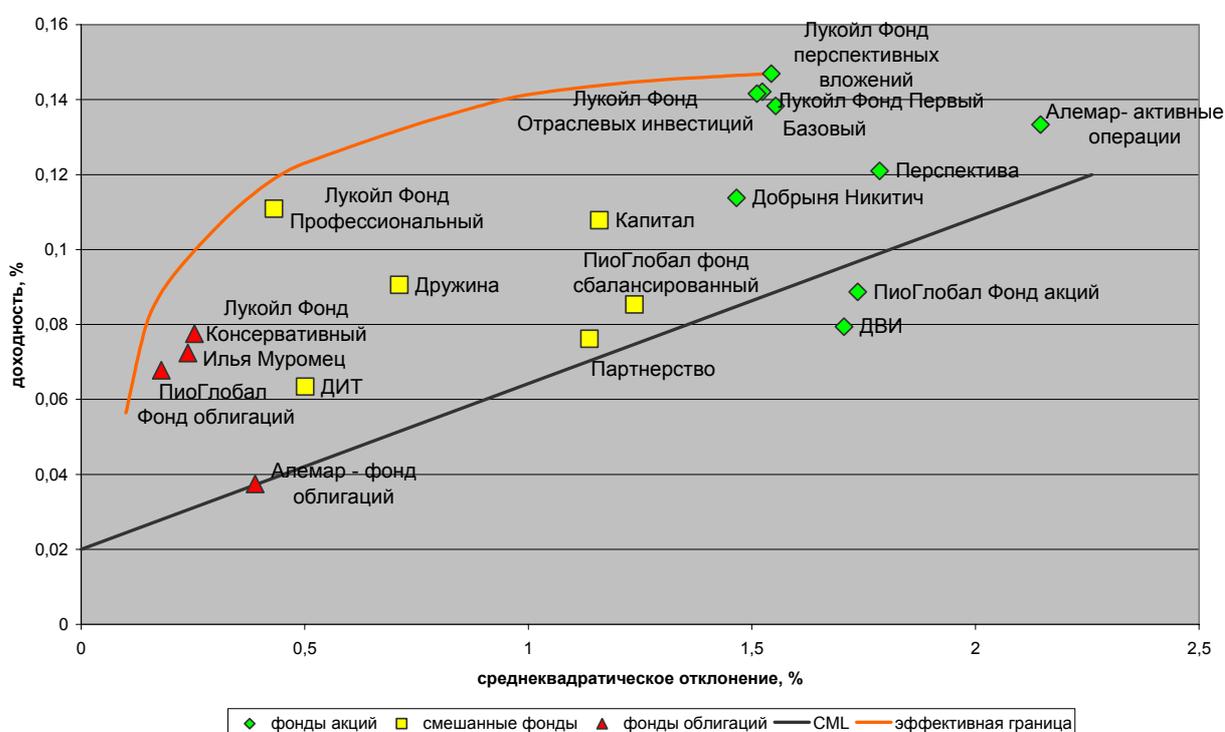


Рисунок 5. Соотношение риска и доходности для различных фондов

На рисунке 5 представлены варианты соотношений риска и доходности на примере девятнадцати открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, оставшихся в выборочной совокупности. Помимо этого, на рисунке представлен набор эффективных портфелей, или эффективная граница инвестирования, которая является наиболее предпочтительным сочетанием риска и доходности для инвестора. Чем ближе к эффективной границе располагает-

ся тот или иной фонд, тем скорее инвестор предпочтет данный фонд другим, так как фонд будет являться доминирующим по отношению к другим, в соответствии с выбранной инвестором стратегией.

На рисунке 5 отчетливо прослеживается распределение паевых фондов в зависимости от типов. Фонды акций располагаются строго в верхней правой четверти системы координат. Наиболее близко к эффективной границе находятся три фонда акций под управлением УК «Уралсиб» («ЛУКОЙЛ фонд перспективных вложений», «ЛУКОЙЛ фонд отраслевых инвестиций», «ЛУКОЙЛ фонд первый») и фонд «Базовый». В то же время фонды «Перспектива», «ПиоГлобал Фонд акций» и «Алемар-активные операции» демонстрируют излишние показатели риска при наличии примеров более благоприятного для инвестора соотношения «риск-доходность». Четыре вышеупомянутых фонда будут доминирующими по отношению к Фонду «Добрыня Никитич».

Смешанные фонды также достаточно закономерно располагаются в верхней левой четверти системы координат, при этом наилучшее сочетание «риск-доходность» продемонстрировал фонд «ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный», так как он показал наивысшую доходность и наименьший показатель риска. Таким образом, данный фонд можно считать доминирующим по отношению ко всем фондам рассматриваемой группы.

Фонды облигаций располагаются на графике в нижней левой четверти системы координат, наиболее близко к эффективному множеству находятся три фонда: «ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный», «ПиоГлобал Фонд облигаций» и «Илья Муромец».

Прежде чем анализировать полученные на графике варианты соотношения «риск-доходность» для интервальных фондов, необходимо отметить, что из списка используемых в выборке интервальных фондов был исключен ПИФ «Алемар-сбалансированные инвестиции» (УК «Алемар»), поскольку по нему по данным за три года был получен отрицательный показатель ожидаемой доходности.

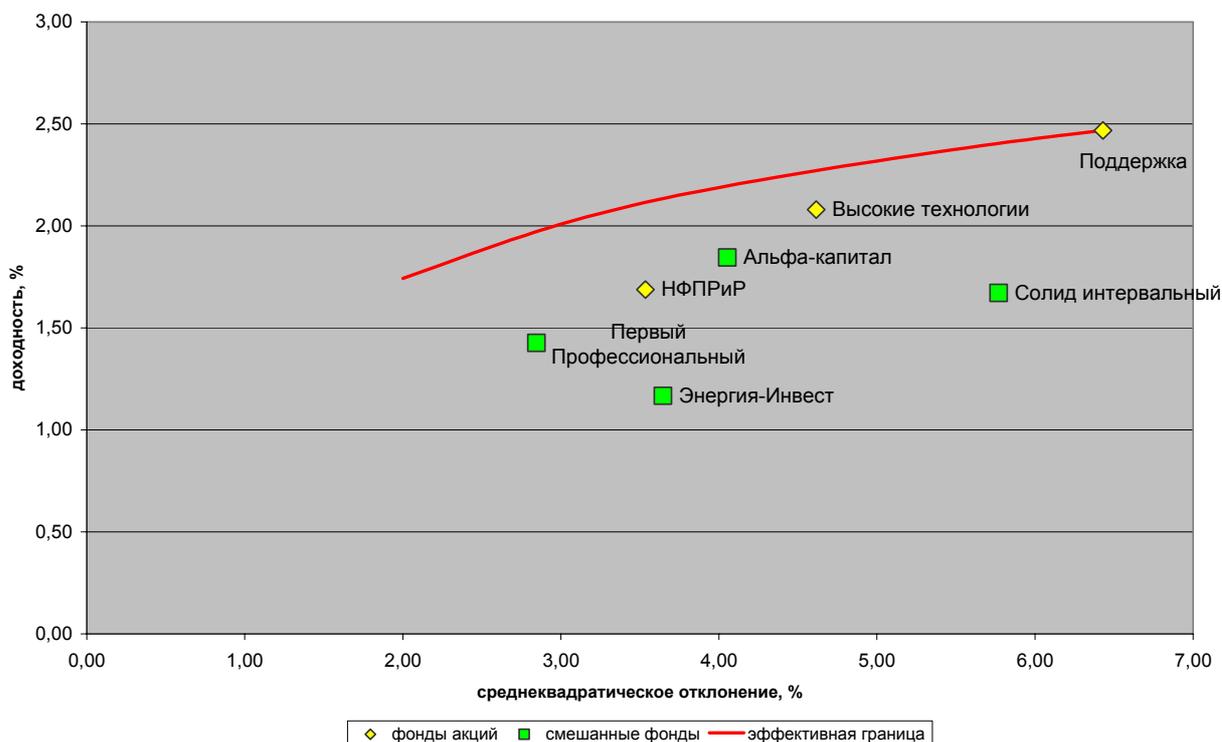


Рисунок 6. Соотношение риска и доходности для интервальных фондов

В результате получился график, представленный на рисунке 6. На нем так же, как и при анализе тех фондов, по которым существует статистика стоимости пая на каждый день, фонды достаточно четко расположились в зависимости от своего типа.

Несколько фондов при этом заслуживают особого комментария. Прежде всего, это фонд акций «Нефтяной фонд промышленной реконструкции и развития», обозначенный на графике «НФПР» (УК «Менеджмент-Центр»). Такая ситуация для него является характерной, поскольку эта особенность была отмечена М. Капитаном в статье «Сравнение паевых фондов по параметру доходность/риск (28.06.2001 – 30.06.2004)» [44, с. 25]. Автор отмечает, что данный фонд «всегда отличался довольно консервативной инвестиционной стратегией».

В статье говорится, что до появления Постановления ФКЦБ России №31/пс [5] фонды делили по направлениям инвестирования согласно фактическому составу инвестиционного портфеля. Интервальные фонды под

управлением УК «Менеджмент-Центр» поэтому были отнесены к группе смешанных фондов.

Официальная позиция УК «Менеджмент-Центр» заключается в стремлении управлять рисками, с тем чтобы избежать потерь во время падения российского рынка акций, поэтому паевой фонд «НФПРиР» придерживается консервативной стратегии и доля акций в его портфеле редко превышает 50%. «Мы не хотим относить его в группу смешанных фондов, поскольку интервальные фонды акций должны не менее 2/3 рабочих дней в течение одного квартала держать в портфеле не менее 50% ценных бумаг, тогда как интервальные фонды смешанных инвестиций – не менее 70%, что дает фондам акций большую свободу маневра», - в статье приводится мнение Романа Шемдюка, начальника управления развития бизнеса УК «Менеджмент-Центр» [44, с. 26].

Таким образом, «НФПРиР» по фактической структуре портфеля и выбранной стратегии действительно с большим правом мог бы называться смешанным фондом, чем фондом акций.

Из совокупности анализируемых оптимальных фондов адекватное расположение на графике заняли только четыре: «Первый Профессиональный», «Энергия-инвест», «Альфа-капитал» и «Поддержка», причем последний располагается прямо на эффективной границе в случае агрессивной стратегии.

2.3. Использование коэффициентов и показателей, основанных на применении модели У. Шарпа

Для использования инструментария, предложенного У. Шарпом и описанного в Главе I настоящей работы, необходимо договориться о том, какие конкретизации и допущения необходимо сделать, с тем чтобы применять модель в российских условиях. Как было описано ранее, краеугольными понятиями для Шарпа являются рыночный портфель и безрисковая ставка.

В частности, в практике фондового рынка США в качестве рыночного портфеля используется индекс акций «S&P 500» [8, с. 325]. Этот популярный индекс строится на основе акций 500 крупнейших компаний, среди которых

– промышленные корпорации, коммунальные предприятия, транспортные компании и финансовые институты. Методика расчета индекса основывается на взвешивании по стоимости акций компаний, входящих в расчет.

В российских условиях общепризнанным индикатором рынка считается индекс RTSI, несмотря на то что существует целый ряд других индексов, например индексы ММВБ, индексы рейтинговых агентств (RUIX) и др. Поскольку данный индекс является средневзвешенным, а с середины прошлого года при расчете индекса учитывается поправочный коэффициент, который отражает долю акций, находящихся в свободном обращении, использование указанного индекса в качестве рыночного портфеля представляется наиболее оптимальным в российских условиях.

При этом необходимо сделать некоторые оговорки. В связи с тем что RTSI рассчитывается по ценам, выраженным в долларах США, получается, что данный рыночный портфель учитывает в себе валютный риск. Такая ситуация может считаться адекватной лишь в том случае, если бы объектом анализа и сравнения являлись валютные активы, к тому же выраженные в долларах США. Но объектом исследования в рамках настоящей работы являются паи инвестиционных фондов, стоимость которых рассчитывается исключительно в российских рублях.

Поэтому было принято решение исключить валютный риск; для этого на каждый день значения индекса RTSI был также взят официально устанавливаемый Банком России курс американской валюты по отношению к российской. По двум вышеуказанным показателям были посчитаны коэффициенты роста, а затем перемножены между собой. В результате получился вектор значений доходности по рынку на каждый день, а также ожидаемые рыночные доходность и ее дисперсия.

Что же касается безрисковой ставки доходности, то необходимо признать, что в российской экономике существует целый ряд ставок – ориентиров, но применение их в качестве безрисковых в целом затруднено. Одной из широко используемых ставок, к которой привязаны многие расчеты в нало-

гообложении, бухгалтерском учете, да и вообще в деловом обороте, является ставка рефинансирования Центрального Банка Российской Федерации. Но фактически она не функционирует в том виде, в котором должна: в масштабах экономики коммерческие банки не занимают у Банка России деньги под этот процент. Уж тем более поэтому применение такой ставки для рядового инвестора представляется совершенно нелогичным.

Высказываются мнения о возможности использования в качестве безрискового актива еврооблигаций, выпущенных Правительством РФ, а безрисковой ставки – процентов по ним. Но такая практика также представляется сомнительной, поскольку происходит смешение различных систем координат, ведь российский рынок, по сути, сильно отличается от зарубежных торговых площадок. Логичным бы было использование ставок по внутренним государственным российским обязательствам, подобно тому, как в США используются ставки по казначейским обязательствам американского правительства. В России после кризиса 1998 г. доходность к погашению по внутренним государственным обязательствам не очень высока, наибольший уровень доходности можно найти по ОФЗ, примерно в 8% годовых.

В статье Е. Киселева «У каких фондов выше коэффициент Шарпа?» [45, с. 26] предлагается в качестве безрисковой ставки использовать ставку доходности по депозиту «Пополняемый депозит Сбербанка России на 1 год и 1 месяц» в 9% годовых. И действительно, на момент написания указанной статьи все обязательства Сбербанка России полностью гарантировались государством (ведь основным акционером является Банк России с долей более чем в 60%). Но в связи с вступлением в силу Федерального закона «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» [1] субсидиарная ответственность государства распространяется только на вклады, заключенные до 01.10.2004, и действует до 01.01.2007. Поэтому сейчас депозит в Сберегательном банке не является безрисковым.

Существуют мнения, что в качестве безрискового актива можно использовать вложения в недвижимость, причем доходность такой операции,

по разным оценкам, колеблется около двадцати процентов годовых. Но корректность такого подхода можно также поставить под сомнение, поскольку для реализации операции с недвижимостью инвестору необходимо располагать минимум 50 тыс. долл. США – такова стоимость самой маленькой квартиры в пятиэтажных домах постройки 1960-х гг. Но это ведет к нарушению принципа доступности безрискового актива.

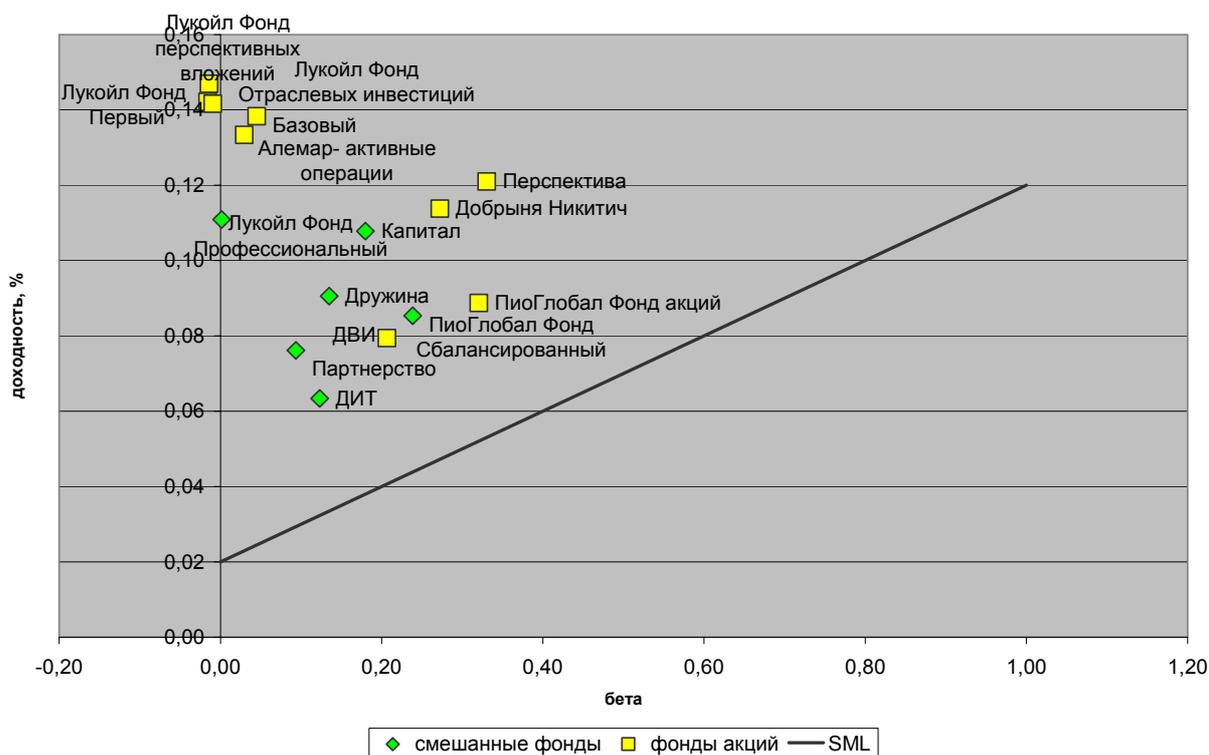


Рисунок 7. Сравнение паевых фондов с SML

Вообще, говоря о поиске безрискового актива, в России инвестор всегда сталкивается с проблемой, заключающейся в наличии отрицательной реальной доходности как по депозитам государственных банков, так и по государственным обязательствам. Такой парадокс трудно поддается объяснению, ведь, по официальным данным, в 2004 г. инфляция составила 11,7% [24, с. 26]. Поэтому российский безрисковый актив должен быть, как минимум, больше 20%.

Так как в данной работе все процентные величины рассчитываются на основе среднедневных данных, то и безрисковую ставку необходимо привести к дневной базе, тогда ее значение будет 0,02%.

Анализ на основе сравнения паевых фондов с линией SML (рисунок 5) не дает желаемого результата, поскольку рыночная линия капитала должна являться касательной к эффективной границе по Марковицу, а в действительности она располагается ниже всех фондов. Исключения составили три фонда: «ПиоГлобал Фонд акций», «ДВИ», которые располагаются ниже линии SML, и «Алемар – фонд облигаций», лежащий на указанной линии. Данный факт говорит о наличии проблем с выбором безрискового актива и рыночного портфеля на российском рынке ценных бумаг.

Даже если в качестве безрискового принять актив с намного большей доходностью, то на графике линия SML не сможет пройти выше эффективного множества и часть фондов неизбежно окажется выше рыночной линии. Это, по сути, является доказательством того, что и рыночный портфель, повторяющий структуру индекса РТС, не выполняет возложенных на него функций.

Анализ на основе сравнения паевых фондов с линией SML (рисунок 7) не является адекватным, поскольку сам по себе рыночный портфель излишне волатильный. В соответствии с полученными результатами нельзя сказать точно, что для каждой группы фондов характерно определенное значение коэффициента бета, поскольку распределение соотношений «бета-доходность» скорее можно считать хаотичным, нежели подчиняющимся определенной логике.

Такая ситуация стало возможной в силу того, что коэффициенты бета у паевых фондов оказались слишком низкими, а у некоторых – даже отрицательными. Все это еще раз доказывает невозможность адекватного применения методов, разработанных У. Шарпом. И все же, несмотря на указанные недостатки, коэффициенты можно использовать в инвертированном виде: чем ниже коэффициент бета, тем более эффективной можно считать работу портфельных менеджеров по «обыгрыванию» рынка и «укрощению» его волатильности.

Таблица 1. Анализ паевых фондов по различным параметрам

Название актива	r_i	δ^2_i	δ_i	β_i	α_i	Кoeffици- цент Шарпа	Кoeffици- цент Сортино	Кoeffици- цент Трейнора
Фонды акций	0,12	2,81	1,66	0,13	0,09	0,06	0,09	-2,45
ДВИ	0,08	2,91	1,71	0,21	0,04	0,03	0,05	0,29
Перспектива	0,12	3,19	1,79	0,33	0,10	0,06	0,08	0,31
Алемар - активные операции	0,13	4,60	2,15	0,03	0,09	0,05	0,07	3,82
ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений	0,15	2,38	1,54	-0,01	0,13	0,08	0,11	-9,08
ЛУКОЙЛ Фонд Первый	0,14	2,32	1,52	-0,02	0,13	0,08	0,11	-7,73
ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	0,14	2,28	1,51	-0,01	0,12	0,08	0,11	-12,79
Добрыня Никитич	0,11	2,15	1,47	0,27	0,06	0,06	0,09	0,34
Базовый	0,14	2,41	1,55	0,05	0,12	0,08	0,10	2,62
ПиоГлобал Фонд акций	0,09	3,02	1,74	0,32	0,06	0,04	0,05	0,21
Смешанные фонды	0,09	0,85	0,86	0,13	0,06	0,10	0,14	9,24
ДИТ	0,06	0,25	0,50	0,12	0,03	0,09	0,12	0,35
Партнерство	0,08	1,29	1,14	0,09	0,06	0,05	0,06	0,60
ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный	0,11	0,19	0,43	0,00	0,09	0,21	0,36	53,19
Капитал	0,11	1,34	1,16	0,18	0,08	0,08	0,10	0,49
Дружина	0,09	0,51	0,71	0,14	0,06	0,10	0,13	0,52
ПиоГлобал Фонд Сбалансированный	0,09	1,53	1,24	0,24	0,04	0,05	0,07	0,27
Фонды облигаций	0,06	0,08	0,26			0,19	0,25	
Илья Муромец	0,07	0,06	0,24			0,22	0,27	
ПиоГлобал Фонд облигаций	0,07	0,03	0,18			0,27	0,35	
Алемар - фонд облигаций	0,04	0,15	0,39			0,04	0,05	
ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный	0,08	0,06	0,25			0,23	0,34	
Рыночный портфель	0,12	5,11	2,26	1		0,04	0,06	0,10
Безрисковый актив	0,02			0				

В таблице 1 представлены результаты вычислений, полученных на основе использования всех коэффициентов и показателей, описанных в Главе I настоящей работы. Как уже было сказано выше, в результатную таблицу попали паи 19 паевых инвестиционных фондов, которые прошли все этапы отбора. В этот список входят как открытые, так и интервальные фонды, все коэффициенты, связанные с доходностью, рассчитаны на основе дневных данных.

Как было сказано выше, при анализе соотношения «риск-доходность» конкретных паевых фондов, наиболее приемлемыми для инвестора являются те паевые фонды, паи которых располагаются как можно ближе к эффектив-

ной границе. Таким образом, можно выделить четыре фонда акций: «ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений», «ЛУКОЙЛ Фонд Первый», «ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций», «Базовый» - и «ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный» среди смешанных фондов.

Вообще отрасль паевых фондов показала очень неплохие результаты, поскольку у всех без исключения фондов риски меньше риска рыночного портфеля, повторяющего структуру индекса РТС. Это говорит о том, что паевая отрасль в целом в силу множества действующих ограничений и законодательно установленных процедур добилась снижения избыточной волатильности, которая присуща всему рынку.

Эти четыре фонда акций входят в эффективный портфель, результаты их деятельности выше рыночной доходности, столь высокие показатели смогли показать еще два фонда – «Алемар - активные операции» и «Перспектива», но их показатели дисперсии значительно выше среднего значения по группе фондов акций и приближаются к рыночной. Но по коэффициенту бета упомянутые лидеры далеко не впереди. Коэффициент бета у паевых фондов УК «Уралсиб» отрицательный или равен нулю бета фонда «Базовый» положительна и в два раза меньше среднего по группе значения. Это говорит о высоком профессионализме менеджмента компании, поскольку по анализу получается, что портфельные менеджеры смогли переиграть рынок, следовательно, когда рыночная доходность падала, доходность их фондов росла.

Продолжая дальше анализировать полученные значения коэффициента бета по различным фондам, получаем, что наивысшие результаты (0,32 и 0,33) показали «ПиоГлобал Фонд акций» и «Перспектива», затем идут «Добрыня Никитич» и «ПиоГлобал Фонд сбалансированный» с результатами 0,27 и 0,24. Но «ПиоГлобал Фонд акций» и «Перспектива» значительно проигрывают лидерам по показателю дисперсии, да и значения ожидаемой доходности у них ниже. «ПиоГлобал Фонд сбалансированный» за счет следования рынку проигрывает фонду «Капитал», который является по отношению к

первому доминирующим на основании соотношения «риск-доходность», при этом у «Капитала» бета ниже – 0,18.

Анализируя фонды на основе индекса Дженсена, или коэффициента альфа, необходимо отметить, что наличие положительного коэффициент альфа в долгосрочном периоде является свидетельством умелого выбора портфельных менеджеров конкретных активов и времени их покупки или продажи. В рамках данной работы можно с уверенностью утверждать, что поскольку все фонды анализируются на основе трехлетнего интервала, состоящего из множества мелких периодов, то чем выше коэффициент альфа, тем лучше для фонда и тем эффективнее действовал портфельный менеджер.

Коэффициент Дженсена максимален (0,12-0,13) как раз у лидеров по соотношению «риск-доходность», а минимальные значения показывают два фонда – «ДИТ» и «ПиоГлобал Фонд Сбалансированный». И это закономерно, поскольку они являются аутсайдерами в своей группе: первый показывает недостаточную доходность, а второй – избыточный риск, поэтому в обоих случаях они являются доминируемыми портфелями. По данному коэффициенту среди смешанных фондов выделяется еще один претендент в лидеры – фонд «Дружина»: его значение равно среднему по группе (0,06), да и по соотношению «риск-доходность» он также держится на среднем уровне или чуть лучше.

Для дальнейшего анализа результатов работы фондов обычно используют коэффициенты Шарпа, Сортино и Трейнора. В целом все они связаны с понятием «избыточная доходность» и ее сравнением с различными параметрами. Коэффициенты Шарпа и Сортино различаются между собой только тем, что во втором случае используется среднеквадратическое отрицательное отклонение, которое как раз и несет в себе потенциальные риски. В то время как при расчете первого коэффициента используются все отклонения, как отрицательные, так и положительные.

В результате подсчета среднеквадратического отрицательного отклонения получаются меньшие значения, которые отличаются от традиционного

расчета на 20-40%. Поэтому коэффициент Сортино получается больше коэффициента Шарпа на эту разницу. Но, несмотря на уменьшения знаменателя, семейство показателей, связанных с получением доходности с поправкой на риск, не работают в российских условиях.

На практике получается, что риск (среднеквадратическое отклонение) в 10-15 раз больше показателя ожидаемой доходности. Исключение составляют фонды облигаций и смешанный фонд «ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный», но и у них ситуация все равно плохая. Несмотря на то что среднеквадратическое отклонение превышает показатель ожидаемой доходности «все-го» в 3-4 раза, все равно они остаются с показателями Шарпа и Сортино, меньшими единицы. В результате наибольшие значения показателя Сортино (0,27-0,36) – у фондов облигаций за исключением фонда «Алемар - фонд облигаций» и у смешанного фонда УК «Уралсиб». А претендент в лидеры фонд «Дружина» оказывается неспособным вести дальнейшую борьбу, поскольку по коэффициенту Сортино он показывает результаты ниже среднего (0,13) и ему, тем более, очень далеко до смешанного фонда «ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный» (его результат – 0,36). Данный факт является подтверждением того, что только для вышеупомянутых фондов характерно наименьшее превышение риска над ожидаемой доходностью.

В целом же для рыночного портфеля среднеквадратическое отклонение больше доходности более чем в 15 раз. Аналогичное соотношение прослеживается и в коэффициенте Сортино для рыночного портфеля. А наилучшее сочетание достигнуто паевым фондом «ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный», риски которого в 2,7 раза превышают избыточную доходность.

Изучая соотношение избыточной доходности и бета-коэффициентов различных паевых фондов в полученных значениях коэффициента Трейнора, необходимо отметить, что у лидеров получились совершенно неадекватные результаты. Вследствие отрицательных значений коэффициента бета у фондов УК «Уралсиб», значения коэффициента Трейнора у них также получились отрицательными. Но зато у смешанного фонда этого семейства – мак-

симальный результат (значение коэффициента – 53,2), за счет того что бета этого фонда еле-еле перевалила за положительную отметку.

На второе место вырвался фонд «Алемар- активные операции» со значением коэффициента Трейнора в 3,82. Это явилось своего рода сюрпризом, поскольку по коэффициенту Сортино данный фонд уступает очень многим, зато обладает высокой доходностью, но слишком большим показателем среднеквадратического отклонения, практически близким к рыночному.

На третьем месте со значением коэффициента Трейнора в 2,62 уверенно расположился паевой фонд «Базовый», что не стало неожиданностью, поскольку он очень близок к эффективной границе.

В целом сравнение со средними значениями по группе для фондов облигаций не дает адекватного результата, поскольку количество анализируемых фондов данного типа слишком мало (всего четыре). А в такой маленькой совокупности достаточно одного явного аутсайдера, чтобы сделать всех остальных членов явными фаворитами. Это произошло с анализируемыми фондами облигаций. Явным аутсайдером в этой группе является «Алемар- фонд облигаций» (УК «Алемар»): у него очень высокий показатель риска, вследствие этого показатель Сортино оказался аномально низким для этой группы. Зато у других членов данной группы фондов все показатели оказались лучше средних величин.

Таблица 2. Анализ интервальных фондов по различным параметрам

Название фонда	r_i	r_i'	σ_i^2	δ_i	δ_i'	Коэффициент Шарпа	Коэффициент Сортино
Высокие технологии	2,08		21,30	4,62		0,31	0,64
НФПРИР	1,69	1,81	12,50	3,53	3,89	0,29	0,59
Поддержка	2,47	4,05	41,34	6,43	9,19	0,28	0,43
Первый профессиональный (Пенсионный)	1,43	1,71	8,09	2,85	3,19	0,27	0,46
Альфа-Капитал	1,85	2,43	16,43	4,05	4,47	0,29	0,42
Солид Интервальный	1,67	2,05	33,30	5,77	6,50	0,17	0,22
Энергия-инвест	1,17	1,07	13,29	3,65	2,21	0,14	0,21

Что касается интервальных фондов, то их углубленная оценка в рамках данной работы стала несколько ограниченной. Это связано с тем, что при со-

ставлении анализируемых данных акцент был сделан исключительно на использовании ежедневных котировок стоимости паев паевых фондов. Чисто технически все выбранные фонды можно было анализировать на основе месячных данных, но тогда бы фактическому анализу были подвергнуты только 5% всего массива значений, а остальные 95% были оставлены без внимания. Такая позиция чревата потерей учета важных тенденций, которые могли бы происходить с активами фондов.

В результате этого является не совсем адекватным представление массива ежедневных значений доходности рыночного портфеля, повторяющего структуру индекса РТС, в виде вектора месячных данных. Для достижения данной цели потребовалось бы произвести отбор данных, при этом каждому месяцу соответствовало бы единственное значение. Это значение не могло соответствовать какому-либо одному и тому же календарному дню месяца, поскольку рабочие дни варьируются от месяца к месяцу.

Для интервальных фондов было принято решение не группировать их по типам и не рассчитывать средние значения для групп. Это связано с тем, чтобы избежать получения неадекватных результатов вследствие влияния явных аутсайдеров в группах, поскольку всего фондов – семь и групп можно было сделать только две (интервальные фонды облигаций в выборке отсутствуют).

В статье М. Капитана «Сравнение паевых фондов по параметру доходность/риск (28.06.2001 – 30.06.2004)» [44, с. 28] приводятся результаты анализа, основанного на месячных значениях доходности, поэтому представляется возможным сравнение полученных в рамках данной работы результатов с данными из статьи применительно к интервальным фондам. Результаты, взятые из статьи М. Капитана, приведены в таблице 2 и обозначены (').

Анализируя данные, представленные в таблице 2, необходимо отметить, что практически все фонды демонстрируют падение как ожидаемой доходности, так и ее среднеквадратического отклонения. Что касается снижения ожидаемой доходности, то это закономерный факт, поскольку в целом

для российского рынка ценных бумаг 2004 год выдался не очень благоприятным вследствие понижительной тенденции, преобладавшей после достигнутого апрельского пика. Относительно же снижения показателя среднеквадратического отклонения доходности можно отметить, что данный факт может служить свидетельством как повышения эффективности управления активами со стороны портфельных менеджеров, так и снижения общей рыночной волатильности.

Исключение составляет фонд «Энергия-инвест», по которому отмечается рост обоих показателей. Еще в вышеупомянутой статье указывается на то, что данный фонд занимает периферийное место в бизнесе своих учредителей и ему уделяется достаточно мало внимания. Но данный факт констатировался в середине 2004 г., а сейчас, по прошествии более 9 мес., можно утверждать, что управление паем фондом стало более эффективным и превратилось в приоритетную сферу бизнеса для учредителей.

Поскольку для семи указанных интервальных фондов не был рассчитан рыночный портфель, то стал невозможным расчет трех коэффициентов, а именно: беты, альфы и коэффициента Трейнора. Единственно, что можно было подсчитать, - это коэффициенты Шарпа и Сортино. В качестве безрисковой ставки так же, как и в случае расчета коэффициентов на основе ежедневных данных, была использована ставка доходности к погашению по ОФЗ, примерно в 8% годовых, приведенная к месячной базе (результат - 0,66% месячных). Необходимо отметить, что сейчас многие специалисты склоняются к мнению, что коэффициент Шарпа не является важным, поэтому в данной работе он приводится справочно. Наибольший акцент сделан на коэффициент Сортино.

Наилучших результатов по этому коэффициенту (0,64 и 0,59 соответственно) достигли паевые фонды «Высокие технологии» и «Нефтяной фонд промышленной реконструкции и развития» (УК «Менеджмент-Центр»). Необходимо отметить, что фонд акций «Высокие технологии» располагается достаточно близко к эффективной границе, поэтому его появление в лидерах

не является неожиданным. Более интересным представляется тот факт, что фонд «Поддержка» (УК «Паллада Эссет Менеджмент»), располагаясь на эффективной границе, оказался по коэффициенту Сортино всего лишь на четвертом месте: его значение – 0,43.

ГЛАВА III. Методика оценки эффективности инструментов доверительного управления

3.1. Построение архитектуры анализа эффективности

Модель оценки эффективности инструментов доверительного управления предназначена как для рейтинговых агентств, саморегулируемых организаций и финансового регулятора, занимающихся оценкой деятельности паевых фондов, так и для управляющих компаний, желающих оценить качество инвестиционных инструментов, предлагаемых компаниями – конкурентами.

Для построения оценочной модели важно выделить основные блоки, на основе которых строится анализ. Первой контрольной точкой является качество инструмента доверительного управления, оценка которого строится на анализе множества различных характеристик ценной бумаги. Другой важной контрольной точкой является количественный анализ результатов работы фонда.

Исходя из применяемых в рамках данного исследования методов такими блоками являются:

- доступность инструмента;
- уровень клиентского сервиса;
- деловая репутация;
- ограничения;
- результаты работы за три года.

Для проведения оценки конкретного фонда по вышеуказанным блокам необходимо определиться с тем, по каким параметрам возможно применение только экспертного суждения, а по каким – необходима выработка критериев численных значений ряда параметров, в соответствии с которыми впоследствии присваиваются баллы.

Так, уровень клиентского сервиса предполагается считать тем параметром, по которому сразу эксперт выражает суждение и проставляет оценку в баллах. Другим блоком, по которому также необходимо экспертное сужде-

ние, является доступность инструмента, и в частности, этого требует оценка информационной доступности. По другим параметрам данного блока возможно использование численных данных, по которым будут выставляться оценки.

Если оценку фонда проводит эксперт управляющей компании или другой организации, профессионально занимающейся мониторингом состояния отрасли доверительного управления, то оценка клиентского сервиса и информационной доступности должна проводиться путем выездной проверки под видом потенциального клиента. При этом эксперт должен учитывать профессиональный уровень сотрудника оцениваемой управляющей компании или агента, задавая вопросы и оценивая уровень ответов на них.

Понятно, что анализ эффективности деятельности значительного числа фондов потребует больших трудозатрат по проведению выездных проверок, но только таким образом возможно формирование комплексного глубокого суждения об уровне клиентского сервиса и информационной доступности.

В таблице 3. представлена архитектура показателей, по которым представляются числовые значения. Для устранения неточностей необходимо утвердить, какие именно данные будут указываться по каждой строке. Прежде всего, необходимо отметить, что в строке «тип фонда» указывается тот тип, который общепризнан в отрасли доверительного управления, например, «открытый фонд акций», «открытый фонд смешанных инвестиций» и т. д. Указание типа фонда необходимо для того, чтобы сразу было понятно, с каким сегментом отрасли эксперт имеет дело и какие ориентиры подотрасли нужно использовать.

В рамках первого блока по п. 1.1. «территориальная доступность» указывается количество агентов по выдаче, обмену и погашению паев анализируемого фонда. По п. 1.2. «временная доступность» указывается продолжительность рабочего дня в часах за вычетом обеденного перерыва агента(ов) в

Таблица 3. Архитектура анализа эффективности инструментов доверительного управления

Наименование показателя	Значение
1.	2.
<i>Тип фонда:</i>	
1. Доступность инструмента	
1.1. территориальная	
1.2. временная	
1.3. наличие вторичного рынка	
2. Деловая репутация, стиль управления	
2.1. доля на рынке, %	
2.2. долголетие фонда, лет	
2.3. образование управляющего	
2.4. опыт управляющего, лет	
2.5. наличие негативной информации в СМИ	
2.6. позиции в рейтингах	
3. Ограничения	
3.1. минимальная сумма инвестирования, тыс. руб.	
3.2. размер скидки при выкупе паев, %	
3.3. размер надбавки при приобретении паев, %	
3.4. наличие регрессивной шкалы	
4. Итоги работы за три года	
4.1. ожидаемая доходность инструмента, %	
4.2. среднеквадратическое отклонение ожидаемой доходности инструмента, %	
4.3. коэффициент Сортино	
4.4. коэффициент бета	
4.5. коэффициент Дженсена	
4.6. коэффициент Трейнора	
4.7. доходность за период, %	

случае его(их) наличия или управляющей компании, если агентов нет. По п. 1.3. «наличие вторичного рынка» указывается «да» в случае его наличия и «нет», если он отсутствует.

В рамках анализа второго блока «деловая репутация, стиль управления» по пункту 2.1. «доля на рынке» указывается доля чистых активов фонда в общем объеме чистых активов всех фондов подотрасли. Это означает, что если анализируется открытый фонд акций, то доля будет рассчитываться в сравнении с объемом чистых активов всех фондов данного типа. По пункту

2.2. «долголетие фонда» необходимо указывать количество лет, которое прошло с момента окончания формирования фонда.

По пункту 2.3. «образование управляющего» указывается тот тип российского высшего образования (экономическое, юридическое, техническое и др.), который превалирует среди портфельных менеджеров управляющей компании. Если у некоторых менеджеров управляющей компании есть дополнительные сертификаты, международные дипломы, ученые звания, то это об этом также необходимо упомянуть в этом пункте.

Опыт управляющего в годах указывается по пункту 2.4., при этом в расчет принимается продолжительность работы управляющего не только в данной управляющей компании, но и опыт управления активами в других управляющих компаниях схожего сегмента рынка. В силу того, что в российских условиях рынок ценных не является широкосегментарным, представляется целесообразным указывать по данному пункту общий стаж в отрасли доверительного управления. Если управляющих несколько, то можно указывать усредненный показатель стажа.

По пункту 2.5 «наличие негативной информации в СМИ» указывается количество случаев, когда анализируемый фонд упоминался в средствах массовой информации по поводу участия в подозрительных сделках, наложения санкций со стороны финансового и иных регуляторов, а также по поводу наличия других негативных ситуаций.

По пункту 2.6. «позиции фонда в рейтингах» указывается место фонда в среднесрочном рейтинге ПИФов по подотрасли за ближайший к моменту оценки период. В частности, такой рейтинг с января 2005 г. составляется экспертами журнала «Финанс.» по данным Национальной лиги управляющих и управляющих компаний за три года [25, с. 63].

В рамках анализа третьего блока «ограничения» по пп. 3.1.-3.3. указываются данные, взятые из правил доверительного управления конкретным фондом, при этом минимальная сумма инвестирования проставляется в российских рублях, а размер скидки и надбавки в процентах с учетом налогов.

Если правилами предусмотрен порядок, в соответствии с которым в зависимости от суммы или продолжительности инвестирования размер скидки и/или надбавки снижается или не взимается вовсе (регрессивная шкала), то по пп. 3.1., 3.2. указывается максимально возможный вариант расходов. По п. 3.4. «наличие регрессивной шкалы» указывается «да», если правилами фонда установлен такой порядок. В противном случае по данному пункту указывается «нет».

Что касается анализа в рамках четвертого блока «результаты работы за три года», то методология расчета указываемых показателей приведена в предыдущих главах данного исследования. Логика идентична: в качестве исходных данных используются ежедневные показатели доходности. Поэтому по пп. 4.1.-4.2. показатели рассчитываются на основе такого рода данных. А коэффициенты, упоминаемые в пп. 4.3.-4.6., рассчитываются на основе показателей, указанных в пп. 4.1.-4.2. По п. 4.7. логика меняется и в результате указывается доходность за три года, рассчитываемая по отношению к базовой стоимости пая, отстоящей от текущей стоимости на три года.

3.2. Построение оценочной модели

После указания значений в таблице по каждой контрольной позиции необходимо выработать критерии, в соответствии с которыми каждой позиции будет присвоена балльная оценка. Для выработки критериев необходимо выделить средние значения по отрасли, а также предпочтения инвесторов, которые являются ориентирами при осуществлении оценки. Для осуществления детального и глубокого анализа за основу принимается пятибалльная система оценок.

В таблице 4 представлена итоговая архитектура оценочной модели. Выставление оценок по п. 1.3. «информационная доступность» первого блока, а также по всем пунктам второго блока производится только на основе выражения экспертного суждения. При этом в рамках данной модели возможна выработка рекомендаций, которые бы повлияли на увеличение или уменьшение балльной оценки.

Таблица 4. Модель оценки эффективности паевого инвестиционного фонда

Контрольные позиции	Оценка
1.	2.
<i>Тип фонда:</i>	
1. Доступность инструмента	
1.1. территориальная	
1.2. временная	
1.3. информационная	
1.4. наличие вторичного рынка	
2. Уровень клиентского сервиса	
2.1. технологичность и удобство обслуживания	
2.1.1. при приобретении паев	
2.1.2. при выкупе паев	
2.1.3. при проведении операций в реестре	
2.2. компетентность персонала и культура обслуживания	
2.3. комфортабельность мест обслуживания	
3. Деловая репутация, стиль управления	
3.1. доля на рынке, %	
3.2. долголетие фонд, лет	
3.3. образование управляющего	
3.4. опыт управляющего, лет	
3.5. наличие негативной информации в СМИ	
3.6. позиции фонда в рейтингах	
4. Ограничения	
4.1. минимальная сумма инвестирования, тыс. руб.	
4.2. размер скидки при выкупе паев, %	
4.3. размер надбавки при приобретении паев, %	
4.4. наличие регрессивной шкалы	
5. Итоги работы за три года	
5.1. ожидаемая доходность инструмента, %	
5.2. среднеквадратическое отклонение ожидаемой доходности инструмента, %	
5.3. коэффициент Сортино	
5.4. коэффициент бета	
5.5. коэффициент Дженсена	
5.6. коэффициент Трейнора	
5.7. доходность за период, %	

Так, наличие оперативной информации на Интернет-сайте управляющей компании не только о расчетной стоимости пая конкретного паевого фонда, но и об изменениях, которые вносятся в правила фонда или инвестиционную декларацию, а также о балансе имущества, составляющего паевой

инвестиционный фонд, и структуре финансовых вложений на конкретную дату может рассматриваться как существенный плюс и влечет за собой необходимость в увеличении количества баллов.

В то же время отсутствие такой информации на Интернет-сайте управляющей компании является серьезным упущением. Вследствие этого можно сделать вывод о том, что информационные ресурсы компании не позволяют производить оперативный анализ данных о стоимости пая или величине его чистых активов. Вышеописанные факты, а также какое-либо другое препятствие в получении необходимой инвестору информации при их наличии являются основанием для снижения балльной оценки.

В соответствии с требованиями ст. 52 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» [2] управляющая компания или ее агент обязаны предоставлять информацию о деятельности паевого инвестиционного фонда, в частности справку о стоимости имущества паевого инвестиционного фонда на последнюю отчетную дату. Не секрет, что часто до агентов не доходят актуальные финансовые документы от управляющей компании. Невыполнение требований российского законодательства является не только грубым нарушением, но и существенным ограничением информационной доступности инвестиционного инструмента. Все это существенно влияет на выставление оценки по п. 1.3. в сторону ее резкого уменьшения.

В рамках анализа паевого фонда по пунктам второго блока «уровень клиентского сервиса» возможно применение количественных ориентиров. В частности, по пункту 2.1. можно ввести такой критерий, как продолжительность совершения операции работником управляющей компании или агента (при приобретении или погашении пая) в минутах, но в этом случае получается, что не учитываются различия в операциях, поскольку различные инвесторы могут сами задавать вопросы, ответы на которые требует разного количества времени.

Разбиение пункта 2.1. на подпункты необходимо, вследствие того что могут существовать различия в технологии совершения операций по выдаче-

погашению или купле-продаже паев. Поэтому уровень клиентского сервиса по каждой позиции целесообразно оценивать отдельно. Ориентирами в данной ситуации могут служить субъективное ощущение эксперта относительно того, насколько удобным ему показалась манера обслуживания.

При выставлении оценки по п. 2.2. «компетентность персонала и культура обслуживания» важно оценить, отвечает ли работник управляющей компании или ее агента на вопросы клиентов любезно, без грубости и в то же время уверенно, уделяет ли внимание только клиенту в момент его обслуживания, не отвлекаясь на разговоры между собой или другую работу, не оставляет ли без внимания обращения клиентов.

При оценке показателей пятого блока «итоги работы за три года» действует единый подход: каждый пункт может быть оценен либо в «1», либо в «0». При этом существуют различия, в каких случаях присваивается нулевая оценка, а в каких – единичная. Так, по пп. 5.1., 5.3., 5.6. и 5.7. единичная оценка дается, если значения по указанным показателям превышают либо равны средним данным по подотрасли, в противном случае оценка – нуль. По пп. 5.2., 5.4. и 5.5. единичная оценка присваивается, если их значения меньше либо равны средним данным по подотрасли, в противном случае оценка – нуль.

Особого внимания заслуживает обоснование применяемой логики при оценке значений показателей, связанных с моделью У. Шарпа. Это касается пунктов 5.4.-5.6. Поскольку в Главе II настоящей работы был сделан вывод об ограниченности применения указанной модели в силу низких значений коэффициентов бета, что свидетельствует о слабой связи между портфелями конкретных фондов и рыночным портфелем; было принят критерий, заключающийся в том, что, чем меньше коэффициент бета, тем более эффективной является работа фонда. Что касается коэффициента Трейнора, то за счет использования при его расчете избыточной доходности связь остается прямой: чем выше его значение, тем выше оценка эффективности работы фонда.

3.3. Разработка критериальных диапазонов и весовых коэффициентов

В п. 3.2. настоящей Главы были даны методические указания по выставлению оценок по тем пунктам, для которых не представляется возможным выработать критериальные диапазоны, поэтому эти пункты оцениваются субъективно.

Но для остальных пунктов четырех блоков в таблице 5 предложен возможный вариант распределения оценок в соответствии со значениями критериальных диапазонов. По каждому пункту представлен интервальный ряд значений, при этом каждый диапазон этого ряда – интервал, в котором правый конец является закрытым, а левый – открытым. Это означает, что, например, по п. 1.2. «временная доступность» оценка «2» выставляется, если чистое рабочее время фонда составило 8 часов, поскольку 8 является правым концом интервала «7-8».

Исключением служат интервалы, в которых обозначен только один конец, например «>50». Этот интервал является промежутком с открытыми концами. С другой стороны, в пунктах 3.5. и 3.6. концы соседствующих диапазонов ряда не совпадают, поэтому проблемы включения концов в тот или иной диапазон не возникает.

Однако по пунктам 4.1.-4.3. блока «ограничения» существует обратная связь между значением параметра и его оценкой в баллах, поэтому последовательность меняется: каждый диапазон ряда – интервал, в котором правый конец является открытым, а левый – закрытым.

Такова логика выработанных критериальных диапазонов, при этом некоторые из них нуждаются в пояснении.

Так, по п. 3.3 «образование управляющего» не представлен числовой ряд, поскольку оценивается сочетание видов образования, которое превалирует среди менеджеров управляющей компании. Под дипломом понимается диплом или сертификат, выданный зарубежным вузом, по финансово-экономической тематике, желательно связанной с управлением активами или

рынком ценных бумаг. В качестве аттестата 5.0 понимается квалификационный аттестат пятой серии ФСФР России.

В соответствии с требованиями пунктов 3.1.-3.2. Положения ФКЦБ РФ «О специалистах рынка ценных бумаг» [4] руководители высшего и среднего звена, а также штатные сотрудники, деятельность которых непосредственно связана с управлением активами, должны иметь квалификационный аттестат пятой серии, поэтому в рамках данной методики наличие вышеуказанного сертификата является обязательным и не рассматривается как основание выставления высокой оценки по данному пункту.

Очень важным этапом в оценке эффективности инструментов доверительного управления является выведение единого балла по конкретному паевому фонду. Данная цель может быть достигнута посредством распределения весовых коэффициентов по каждому из пяти блоков, а внутри блока – по каждому пункту.

При выработке весовых коэффициентов для полученных оценок наибольший акцент необходимо делать на итоги работы фонда, поэтому по данному блоку проставляется наибольший вес в 0,5. Именно результаты работы фонда – главный показатель эффективности, а все остальное является дополнительными характеристиками. Более того, зачастую инвестор готов ими пожертвовать ради получения реального эффекта от вложения средств в конкретный фонд.

В рамках этого блока система оценки разработана так, что наименьший вес (0,4) имеют оценки, полученные по коэффициентам бета и Дженсена в силу ограниченности применения модели Шарпа. Доходности за период придается больший коэффициент (0,6), но в то же время меньшей единицы, поскольку он является, скорее, справочным показателем, не отражающим весь характер изменения динамики доходности в течение рассматриваемого периода. Таким образом, логика сохраняется и максимальная оценка по данному блоку, которую можно получить с учетом весового коэффициента, равна 5 баллам.

На втором месте по значимости располагается блок «деловая репутация, стиль управления» с общим весовым коэффициентом в 0,2. В рамках взвешивания пунктов данного блока необходимо выделить, что первостепенное значение (вес – 0,2) имеют четыре пункта: «доля на рынке», «долголетие», «опыт управляющего» и «позиции в рейтингах», которые свидетельствуют об успешности фонда, а также восприятию его деятельности экспертами. Остальные пункты этого блока взвешиваются коэффициентом в 0,1, поскольку они характеризуют базовую составляющую организации деятельности фонда.

Три оставшихся блока имеют равное значение, поэтому их весовой коэффициент равен 0,1. Что касается блока «доступность инструмента», то наибольший вес (0,4) – у пункта «информационная доступность», поскольку именно эта составляющая позволяет на основе раскрываемой или предоставляемой информации производить необходимый для оценки анализ. Затем весовые коэффициенты снижаются с шагом 0,1 и пункты в порядке убывания располагаются следующим образом: «временная доступность», «территориальная доступность» и «наличие вторичного рынка».

Относительно блока «уровень клиентского сервиса» необходимо отметить, что на первый взгляд возникает противоречие: оценки по данному блоку выставляются исключительно на основе выражения экспертного суждения путем выездной проверки, что является достаточно трудозатратно, и при этом весовой коэффициент – всего лишь 0,1. Но тем не менее это сделано как раз для того, чтобы сделать итоговый результат более объективным.

Таблица 5. Критерии выставления оценок по показателям и их веса

Контрольные позиции	Оценка в баллах						Вес
	0	1	2	3	4	5	
<i>Тип фонда :</i>							
1. Доступность инструмента							0,1
1.1. территориальная		1-10	10-25	25-35	35-50	>50	0,2
1.2. временная	≤6,5	6,5-7	7-8	8-9	9-10	>10	0,3
1.3. информационная	выставляется субъективно, с учетом рекомендаций						0,4
1.4. наличие вторичного рынка	нет					да	0,1
2. Уровень клиентского сервиса							0,1
2.1. технологичность и удобство обслуживания	выставляется субъективно, с учетом рекомендаций						0,4
2.1.1. при приобретении паев							0,33
2.1.2. при выкупе паев							0,33
2.1.3. при проведении операций в реестре							0,33
2.2. компетентность персонала и культура обслуживания							0,3
2.3. комфортабельность мест обслуживания							0,3
3. Деловая репутация, стиль управления							0,2
3.1. доля на рынке, %	≤1	1-5	5-10	10-20	20-30	>30	0,2
3.2. долголетие фонда, лет	≤1	1-2	2-3	3-4	4-5	>5	0,2
3.3. образование управляющего	любое вышее	любое вышее +аттестат 5.0		экономическое+ аттестат 5.0		экономич.+диплом+ аттестат 5.0	0,1
3.4. опыт управляющего, лет	≤2	2-4	4-6	6-8	8-10	>10	0,2
3.5. наличие негативной информации в СМИ	>2	2		1		0	0,1
3.6. позиции фонда в рейтингах	нет	>12	9-12	6-8	4-5	1-3	0,2
4. Ограничения							0,1
4.1. минимальная сумма инвестирования, тыс. руб.	≥100	50-100	10-50	5-10	1-5	<1	0,4
4.2. размер скидки при выкупе паев, %	2,5-3	1,5-2,5	1-1,5	0,5-1	0,1-0,5	<0,1	0,2
4.3. размер надбавки при приобретении паев, %	1,5	1-1,5		0,5-1		<0,5	0,2
4.4. наличие регрессивной шкалы	нет					да	0,2
5. Итоги работы за три года							0,5
5.1. ожидаемая доходность инструмента, %							1
5.2. среднеквадратическое отклонение, %							1
5.3. коэффициент Сортино							1
5.4. коэффициент бета							0,4
5.5. коэффициент Дженсена							0,4
5.6. коэффициент Трейнора							0,6
5.7. доходность за период, %							0,6

Внутри вышеуказанного блока весовые коэффициенты по пунктам располагаются практически равномерно с единственной оговоркой, заключающейся в том, что пункту «технологичность и удобство обслуживания» придается несколько больший вес, чем остальным. Это связано с желанием сделать акцент на качестве выполнения операций по выкупу/приобретению или купле/продаже паев. Ведь если клиент уже определился со своим выбором, то для него важно минимизировать время общения с управляющей компанией или агентом.

Что касается последнего нерассмотренного блока «ограничения», то его весовой коэффициент составляет 0,1, при этом внутри него максимальный вес придан пункту «минимальная сумма инвестирования». Такая позиция вызвана тем, что порой для инвестора данное ограничение является главным сдерживающим фактором при выборе объекта вложения.

В то же время для управляющей компании повышение минимальной суммы инвестирования является своего рода защитой от людей, которые собираются вложить в фонд последние деньги, а значит, и на недолгий срок. Общеизвестно, что такие люди не могут входить в целевую аудиторию операторов отрасли доверительного управления.

3.4. Тестирование методики и интерпретация результатов

В Приложении приведен пример тестирования данной методикой паевого инвестиционного фонда «Базовый» под управлением УК «Кэпитал Эссет Менеджмент». Выбор «Базового» основан на том, что по итогам проведенного анализа в Главе II настоящей работы указанный фонд проявил себя достаточно позитивно, претендуя на лидерство вместе с группой фондов под управлением УК «Уралсиб».

В Приложении представлена сводная таблица, сочетающая в себе как фактические значения показателей, так и простые оценки и оценки с учетом весовых коэффициентов. Необходимо отметить, что в графе 3. таблицы по каждому блоку проставлена общая оценка, рассчитанная с учетом весовых

коэффициентов. В результате выведен итоговый балл по пятибалльной системе.

В принципе для объективного тестирования разработанной методики необходимо провести оценку по каждому из 39 фондов, вошедших в выборочную совокупность в рамках данного исследования. Но для этого понадобилось бы провести около двадцати выездных проверок в управляющие компании и агенты по выдаче и погашению паев, с тем чтобы оценить уровень клиентского обслуживания. Поэтому в рамках решения целей и задач, поставленных в данной работе, апробация методики была проведена на примере только одного паевого инвестиционного фонда.

В рамках интерпретации полученных результатов необходимо отметить, что по практическому блоку, связанному с математическими методами оценки итогов работы фонда за три года, получен практически максимально высокий балл – 4,6. Это говорит о том, что уже на этом этапе очевидно: фонд работает очень эффективно.

Но при оценке других блоков столь высокие результаты получены не были. Максимальную оценку дал блок, который оценивался исключительно на субъективной основе: качество обслуживание было оценено немногим хуже, чем «хорошо» (3,7). Но уровень клиентского сервиса – это не тот блок, который имеет большой вес. Весовой коэффициент в 0,2 присвоен третьему блоку «деловая репутация», но по нему у фонда получился результат, еще хуже, чем по предыдущему, – 3,2.

Фактором, который повлиял на выставление низкого балла, является малая доля, занимаемая управляющей компанией в отрасли доверительного управления. Надо признать, что небольшая доля на рынке в данном случае не является полностью адекватным параметром. Ведь можно эффективно управлять и небольшим объемом денежных средств.

Официальная позиция УК «Кэпитал Эссет Менеджмент» заключается в том, что она не борется за рост объема продаж, а просто делает свое дело. И тому подтверждение – высокая оценка итогов работы за три года. Помимо

этого своего рода предупреждением является тот факт, что фонд в среднесрочном рейтинге журнала «Финанс.» [25, с. 63] оказался всего лишь на шестом месте, в противовес тому, что долгое время фонд занимал лидирующие позиции во многих рейтингах.

Критическое положение наблюдается в оценке доступности инвестиционного инструмента. Уверен, по оценке этого блока немногие фонды смогли бы получить более высокий результат. И это связано не с тем, что фонд «Базовый» настолько плох, нет, это относится к общему состоянию отрасли доверительного управления в России. Далекое не все компании готовы работать более десяти часов в сутки без перерыва на обед, отнюдь не все собираются заключать договора с новыми агентами, с тем чтобы всячески увеличивать доступность инструмента доверительного управления для инвестора.

Несмотря на то что отрасль доверительного управления динамично развивается, инфраструктура рынка ценных бумаг не всегда успевает оперативно адаптироваться к быстро изменяющимся условиям. Возможно, в этом виноваты не только профессиональные управляющие, но и потенциальные инвесторы. Именно инвесторы задают тон на рынке, и конечно же, серьезные изменения произошли: современный инвестор намного прагматичнее относится к возможным вариантам развития событий на рынке ценных бумаг, нежели инвестор начала 90-х гг.

С другой стороны, саморегулируемая организация отрасли доверительного управления – Национальная лига управляющих, – которая собирает огромный массив данных с управляющих компаний и размещает его на информационном ресурсе в Интернете, оказывает значительную помощь инвестору в выборе оптимального объекта вложения. Но именно сейчас необходимо выходить на качественно новый уровень анализа и производить комплексную оценку эффективности работы как конкретного фонда, так и отрасли в целом.

Новые подходы по оценке результатов работы паевых инвестиционных фондов были применены при разработке и апробации представленной в данной работе методики. В целом разработанная методика учитывает практически все значимые параметры, влияющие на эффективность работы управляющей компании по управлению активами паевого инвестиционного фонда. Несмотря на то что критериальные значения контрольных показателей были выработаны исключительно на основе анализа российской специфики, методика нацелена на перспективу, по многим параметрам была оставлена возможность для дальнейшего развития паевой отрасли в России.

Поэтому не исключено, что если провести анализ значительного числа российских паевых фондов по данной методике, то многие фавориты получат достаточно невысокие результаты, и это будет означать, что отрасли есть к чему стремиться.

В соответствии с полученными результатами все фонды можно разделить на пять групп:

- **0-1 балл.** Паевой фонд находится на стадии становления, при этом инструмент не является широко доступным, качество клиентского сервиса находится на низком уровне, управляющая компания еще не выработала своего собственного стиля управления, стартовые характеристики менеджеров стандартные, ограничения для инвестора достаточно высоки, по итогам работы за три года фонд показал скромные результаты.

Вывод: инвестирование в данный фонд, скорее всего, не принесет дохода при завышенном показателе риска.

- **1-2 балла.** Паевой фонд находится на стадии развития, но уже преодолел начальную фазу, при этом очевидны заметные шаги по развитию сети агентов, качество клиентского сервиса находится на невысоком уровне, управляющая компания начинает вырабатывать собственный стиль управления, стартовые характеристики менед-

жеров стандартные, ограничения для инвестора достаточно высоки, по итогам работы за три года фонд показал скромные результаты.

Вывод: инвестирование в данный фонд, возможно, не принесет дохода при завышенном показателе риска.

- **2-3 балла.** Паевой фонд продолжает развиваться, при этом инструмент не является широко доступным, качество клиентского сервиса приближается к должному уровню, собственный стиль управления управляющей компанией приближается к окончательному утверждению, характеристики менеджеров позволяют принимать эффективные решения, ограничения для инвестора средние, по итогам работы за три года фонд показал результаты, не отличающиеся от средних по отрасли.

Вывод: инвестирование в данный фонд, возможно, не принесет дохода при завышенном показателе риска.

- **3-4 балла.** Паевой фонд достиг определенного уровня в своем развитии, но ему не хватает резкого рывка вперед, при этом инструмент достаточно доступен для инвестора, качество клиентского сервиса находится на должном уровне, управляющая компания уже выработала свой собственный стиль управления, но ей не хватает ярких решений, характеристики менеджеров позволяют принимать эффективные решения, ограничения для инвестора не отличаются от средних по отрасли, по итогам работы за три года фонд показал хорошие результаты.

Вывод: инвестирование в данный фонд оправданно принесет доход, ниже или около среднего уровня при завышенном показателе риска.

- **4-5 баллов.** Паевой фонд находится на высокой стадии развития, инструмент широко доступен по всем параметрам: территориальному, временному и информационному, качество клиентского сервиса находится на высоком уровне, работники компании профессионально помогают клиенту, рассказывая обо всех преимуществах

и недостатках вложения средств в данный фонд, управляющая компания выработала свой собственный, уникальный стиль управления, квалификационные характеристики менеджеров очень высоки, по итогам работы за три года фонд показал лучшие результаты по отрасли.

Вывод: инвестирование в данный фонд наиболее оптимально.

Заключение

Проанализировав соотношение понятий «эффективность», «доходность» и «качество» инструментов доверительного управления, можно сделать вывод о том, что понятие «эффективность» является комплексным, требующим анализа как качественных, так и количественных характеристик, и что для его глубокой и разносторонней оценки необходимо разработать систему характеристик и показателей.

В данной работе проанализирована теоретическая база методов, применяемых в мировой практике по оценке эффективности инструментов доверительного управления; в частности, объектом анализа стали модели, разработанные У. Шарпом и Г. Марковицем.

Относительно методов, изложенных в «Теории современного портфеля» Г. Марковица, в результате проведенной работы по их адаптации к российским условиям стало очевидно, что они достаточно эффективно работают в российской отрасли доверительного управления. Анализ показал, что группы фондов (акций, смешанных инвестиций и облигаций) отчетливо располагаются в зависимости от присущего им соотношения «риск-доходность», а лидерами рынка, располагающимися наиболее близко к эффективной границе, является семейство фондов под управлением УК «Уралсиб».

Важно отметить, что при анализе эффективности российских паевых фондов с помощью количественных методов модели У. Шарпа были выявлены сложности по их адаптации к российским условиям. Первая сложность возникла на этапе анализа рыночного портфеля: среднеквадратическое отклонение портфеля, повторяющего структуру индекса РТС, превысило его доходность более чем в 15 раз. В условиях повышенной волатильности рынка ценных бумаг практически у всех фондов прослеживалась очень низкая корреляция с рыночным портфелем.

В результате этого у большинства паевых фондов значения коэффициента бета оказались очень низкими, у некоторых даже отрицательными, по-

этому анализ на основе сравнения портфелей с линиями CML и SML не дал желаемого эффекта. Получается, что все компании можно считать успешными, поскольку все паевые фонды располагаются выше указанных линий. Более того, связанные с моделью У. Шарпа коэффициенты Сортино, Дженсена и Трейнора также плохо применимы в реалиях российского рынка.

И хотя получаемые значения по вышеупомянутым коэффициентам не позволяют сделать выводы по общепринятым принципам, возможна их адаптация к российским условиям в упрощенном виде: чем больше коэффициент Сортино, например, тем эффективнее работает фонд. При этом не принимать во внимание тот факт, что коэффициент Сортино у всех фондов меньше единицы, свидетельствующий о нецелесообразности инвестирования в отрасль доверительного управления в целом.

Помимо количественных методов по оценке эффективности инструментов доверительного управления, применяемых в мировой практике, были проанализированы методики, разработанные отечественными специалистами, по оценке качества инвестиционных инструментов. Основные методы по оценке качества были включены в методику комплексной оценки эффективности инструментов доверительного управления, которая стала результатом настоящего исследования.

В основе данной методики лежат пять блоков: доступность инструмента, уровень клиентского сервиса, деловая репутация, ограничения, итоги работы за три года. Причем четыре первых блока отражают качественную сторону инструмента, а последний блок является сочетанием количественных показателей.

Каждый блок конкретизирован различными пунктами, позволяющими объективно оценить работу фонда по блокам. После этого были выработаны критериальные диапазоны, в соответствии с которыми по каждому пункту блока могла быть выставлена оценка по пятибалльной системе. Единственным исключением стал блок «уровень клиентского сервиса», который оценивается исключительно субъективно с учетом рекомендаций, представленных

в данной работе.

Для выставления общей оценки фонду по каждому пункту блока, а также каждому блоку в целом был выработан весовой коэффициент, при этом наибольший вес был придан блоку «итоги работы за три года» как наиболее важному при принятии решения о выборе оптимального объекта инвестирования.

Данная методика может быть использована специалистами финансового регулятора, саморегулируемой организацией отрасли доверительного управления или рейтингового агентства, которые могут как оценивать эффективность работы операторов отрасли по отдельности, так и давать общую оценку развитию отрасли на конкретном этапе. Таким образом может быть достигнута адекватность получаемой информации, поскольку все паевые инвестиционные фонды оцениваются по единой методике.

С другой стороны, элементы данной методики могут использоваться сотрудниками управляющих компаний для анализа конкурентных преимуществ других операторов отрасли. Что же касается возможности использования данной методики рядовым инвестором, то для него представляется слишком сложным проведение расчетов по различным коэффициентам, описанным в данной работе. Поэтому наиболее эффективное приложение вышеуказанной методики возможно только в руках независимых и беспристрастных экспертов.

В целом разработанная модель содержит в себе наиболее существенные характеристики, отражающие важные аспекты деятельности паевого инвестиционного фонда. Преимуществом данной модели, бесспорно, является комплексный характер оценки эффективности, в то же время практическое проведение оценки достаточно трудозатратно в части анализа качества клиентского сервиса.

Несмотря на то что целью настоящей работы не являлось тестирование разрабатываемой методики на всем объеме существующих паевых инвестиционных фондов, в приложении продемонстрирована возможность оценки

фонда на практике. Результатом явился тот факт, что один из фаворитов по количественному анализу показал далеко не лучший общий результат. Не смотря на то что методика строилась не отвлеченно, а на основе реально существующего на российском рынке распределения данных, наиболее вероятно, что у других лидеров получится невысокий результат.

В свете вышеизложенного методика указывает на то, что в целом у отрасли доверительного управления есть некоторые характеристики, которые не развиты на должном уровне. Это является хорошей возможностью для финансового регулятора или саморегулируемой организации указать операторам отрасли доверительного управления на слабые места в развитии, а также эффективным инструментом мониторинга состояния отрасли.

Список литературы

I. Нормативные документы

1. Федеральный закон «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» от 23.12.2003 №177-ФЗ, с последующими изменениями и дополнениями
2. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 №156-ФЗ, с последующими изменениями и дополнениями
3. Приказ ФСФР РФ «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 30.03.2005 №05-8/пз-н
4. Постановление ФКЦБ РФ «О специалистах рынка ценных бумаг» от 24.12.2003 №03-47/пс
5. Постановление ФКЦБ РФ «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 14.08.2002 №31/пс, с последующими изменениями и дополнениями

II. Словари, справочные материалы

6. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Под общей редакцией А. Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002
7. Вулфел Ч. Д. Энциклопедия банковского дела и финансов: Пер. с англ. – Самара: Корпорация «Федоров», 2000

III. Монографии, учебные пособия, сборники научных трудов

8. Барабаумов В. и др. Финансовые инвестиции: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2003
9. Богл Д. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла (Новые императивы для разумного инвестора): Пер. с англ. – М.: Альпина паблишер, 2002
10. Боди З., Кейни К., Маркус К. Принципы инвестиций: Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2002

11. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2002
12. Винс Р. Математика управления капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров: Пер. с англ. – М.: Альпина паблишер, 2000
13. Галиц Л. Финансовая инженерия. Инструменты и способы управления финансовым риском: Пер. с англ. – М.: ТВП, 1998
14. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997
15. Инвестиции: Учебное пособие /Г. П. Подшиваленко, Н. И. Лахметкина, М. В. Макарова и др. – М.: Кнорус, 2004
16. Миловидов В. Д. Инвестиционные фонды и трасты: как управлять капиталом? (опыт США) – М.: СО АНКЛ, 1992
17. Нортон Р. Фонды облигаций: путь к получению высоких доходов. – М.: Альпина паблишер, 2002
18. О'Нил У. Как делать деньги на фондовом рынке: Стратегия торговли на росте и падении: Пер. с англ. – М.: Альпина паблишер, 2003
19. Толли Т. Игра на понижение, или Техника «коротких» продаж: Правила игры финансовых топ-менеджеров Уолл-стрит на фондовом рынке: Пер. с англ. – М.: ФАИР-ПРЕСС, 2004
20. Уотшем Т., Парамоу К. Количественные методы в финансах. – М.: ЮНИТИ. Финансы, 1999
21. Шарп У., Бейли Дж., Александр Г. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999

IV. Статьи из журналов и газет

22. Кузин А. Пайщики поехали вторым эшелонем //Финанс., 2005, №10
23. Ощепков А., Волынкин К. Эффективность управления паевыми фондами в российских условиях //Рынок ценных бумаг, 2005, №6
24. Перельман Е. Паевые инвестиционные фонды: итоги 2004 г. и перспективы на 2005 г. //Рынок ценных бумаг, 2005, №5

25. Кузин А. ПИФы пересчитались // Финанс., 2005, №3
26. Кузин А. ПИФы проиграли депозитам // Финанс., 2005, №2
27. Капитан М. 2005 - какова температура отрасли ПИФов? Инвестиции плюс, 2005, №1
28. Головин А., Карельская О. Оценка эффективности работы механических торговых систем методом случайных сделок // Рынок ценных бумаг, 2005, №1
29. Пирожкова Е. Схема риск-анализа инвестиций на российском рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, 2005, №1
30. Окулов В. Инвестирование на российском рынке: теория и практика // Рынок ценных бумаг, 2004, №24
31. Батраченко О. Оптимальное управление // Рынок ценных бумаг, 2004, №24
32. Суворов А. В ожидании новогоднего ралли // Рынок ценных бумаг, 2004, №24
33. Капитан М. Паевые фонды: то взлет, то... // Рынок ценных бумаг, 2004, №24
34. Тутьихин В. Иностранцы трасты в российском бизнесе: новые возможности // Рынок ценных бумаг, 2004, №22
35. Шапран В. Необычные фонды: от решения глобальных проблем к узким сегментам рынка // Рынок ценных бумаг, 2004, №17
36. Кокшаров А. ПИФ против стратегии «купи и держи» // Рынок ценных бумаг, 2004, №16
37. Бубнов П. Управление активами и рисками // Рынок ценных бумаг, 2004, №14
38. Окулов В. Риски паевых инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг, 2004, №9
39. Иванов А. Саркисян А. Определение финансовых рисков акций российских эмитентов // Рынок ценных бумаг, 2004, №3

- 40.Осипов Д. Система управления рисками //Рынок ценных бумаг, 2001, №2
- 41.Голда В. Несите ваши денежки... не на поле чудес» //Рынок ценных бумаг, 2002, №21
- 42.Пушков А., Волчек М., Капитан М. Паевые фонды в октябре 2004 г. //Инвестиции плюс, 2004, №9
- 43.Окулов В. Теория финансов и практика инвестирования в российские ПИФЫ //Инвестиции плюс, 2004, №9
- 44.Капитан М. Сравнение паевых фондов по параметру доходность/риск (28.06.2001 – 30.06.2004) //Инвестиции плюс, 2004, №6-7
- 45.Киселев Е. У каких фондов выше коэффициент Шарпа? //Инвестиции плюс, 2004, №6-7
- 46.Капитан М. Рейтинг ПИФов на 30 июня 2004 г. //Инвестиции плюс, 2004, №6-7
- 47.Окулов В., Жукова Е. Стратегии инвестирования в паевые инвестиционные фонды //Инвестиции плюс, 2004, №5
- 48.Трегуб А. Паевые инвестиционные фонды: качество инструмента и риски инвестора //Финансист, 2002, №№1-2

V. Интернет-сайты

- 49.<http://www.nlu.ru/>
- 50.<http://www.rts.ru/>
- 51.<http://am.alemar.ru/>
- 52.<http://am.troika.ru/>
- 53.<http://bfd.ru/>
- 54.<http://www.alfacapital.ru/>
- 55.<http://www.bcs.ru/>
- 56.<http://www.casm.ru/>
- 57.<http://www.dit.ru/>
- 58.<http://www.energ.ru/>
- 59.<http://www.ermak.ru/>

60. <http://www.ifcapital.ru/>
61. <http://www.management.uralsib.ru/>
62. <http://www.mauri.ru/>
63. <http://www.mcenter.ru/>
64. <http://www.monomah.ru/>
65. <http://www.pallada.ru/>
66. <http://www.pioglobal.ru/>
67. <http://www.solid-mn.ru/>
68. <http://www.ufgam.ru/>
69. <http://www.uknvk.ru/>
70. <http://www.ukpif.ru/>
71. <http://www.uk-rgf.ru>

Приложения

Оценка эффективности пая ПИФа «Базовый» (УК «Кэпитал Эссет Менеджмент»)

Контрольные показатели	Значение	Оценка	Взвешенная оценка
1.	2.	3.	4.
<i>Тип фонда:</i> открытый фонд акций	Итоговый балл		3,75
1. Доступность инструмента		2	0,2
1.1. территориальная	8	1	0,2
1.2. временная	8	2	0,6
1.3. информационная		3	1,2
1.4. наличие вторичного рынка	нет	0	0
2. Уровень клиентского сервиса		3,7	0,37
2.1. технологичность и удобство обслуживания			1,59
2.1.1. при приобретении паев		4	1,32
2.1.2. при выкупе паев		4	1,32
2.1.3. при проведении операций в реестре		4	1,32
2.2. компетентность персонала и культура обслуживания		3	0,9
2.3. комфортабельность мест обслуживания		4	1,2
3. Деловая репутация, стиль управления		3,2	0,64
3.1. доля на рынке, %	2	1	0,2
3.2. долголетие фонд, лет	3,8	3	0,6
3.3. образование управляющего	эконом ич. + аттестат	3	0,3
3.4. опыт управляющего, лет	11	5	1
3.5. наличие негативной информации в СМИ	нет	5	0,5
3.6. позиции фонда в рейтингах	6	3	0,6
4. Ограничения		2,4	0,24
4.1. минимальная сумма инвестирования, тыс. руб.	10	2	0,8
4.2. размер скидки при выкупе паев, %	1,2	2	0,4
4.3. размер надбавки при приобретении паев, %	1,2	1	0,2
4.4. наличие регрессивной шкалы	да	5	1
5. Итоги работы за три года		4,6	2,3
5.1. ожидаемая доходность инструмента, %	0,14	1	1
5.2. среднеквадратическое отклонение, %	1,55	1	1
5.3. коэффициент Сортино	0,10	1	1
5.4. коэффициент бета	0,05	1	0,4
5.5. коэффициент Дженсена	0,12	0	0
5.6. коэффициент Трейнора	2,62	1	0,6
5.7. доходность за период, %	209,9	1	0,6