

ВЫБОР КРИТЕРИЕВ ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ В ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

CHOOSING CHARACTERISTICS OF EFFICIENCY IN MUTUAL FUNDS

НАЗАРОВА ВАРВАРА ВАДИМОВНА, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового менеджмента НИУ ВШЭ, Санкт-Петербург
e-mail: nvarvara@list.ru

НАСЫРОВ ИВАН СЕРГЕЕВИЧ, ООО «Паладайн Системз Рус», департамент кредитных продуктов, менеджер по тестированию ПО.
e-mail: nasyrovivan@gmail.com

Nazarova Varvara, Researcher, Associate Professor, HSE - Saint Petersburg, Russia
e-mail: nvarvara@list.ru

Nasyrov Ivan, test manager of software, Paladyne Systems
e-mail: nasyrovivan@gmail.com

Аннотация

Каждый паевой инвестиционный фонд отличается своей стратегией инвестирования, структурой вложений, уровнем ликвидности паев. В результате на рынке паевых инвестиционных фондов затруднено сравнение доходности паевых инвестиционных фондов различных управляющих компаний, а также различных видов фондов с целью выбора наиболее подходящего для инвестора фонда. В статье проводится сравнительный анализ существующих методик присвоения рейтингов ведущими рейтинговыми агентствами. Предложенная и апробированная методика присвоения рейтингов позволяет нивелировать недостатки существующих систем рейтингования, упрощает выбор эффективных ПИФов для частных инвесторов.

Abstract

Each mutual fund is characterized by its investment strategies, investment structure and the level of liquidity of shares. As a result, it's too difficult to compare yield of mutual funds of different management companies as well as various types of funds in order to select the most suitable for the investor fund. The article presents a comparative analysis of existing methods of

ranking by leading rating agencies. Proposed and tested a method of ranking allows to reduce insufficiencies existing methods of ranking and simplifies the choice of efficient mutual funds for private investors.

Ключевые слова: паевые фонды; частные инвесторы; эффективность управления; система рейтингов; критерии доходности

Keywords: mutual fund, private investor, management efficiency, ranking yield, criteria of profitability

Динамичное развитие инвестиционного процесса выдвигает все новые требования к грамотному, а главное, доходному размещению средств. Эволюция инструментов вложения финансовых ресурсов позволила создать эффективные финансовые институты, в частности фонды коллективного инвестирования. Среди инвестиционных компаний, банков паевые инвестиционные фонды (ПИФы) представляют собой один из наиболее эффективных и динамично развивающихся финансовых институтов по размещению средств на фондовом рынке. К основным причинам роста вложений средств через ПИФы следует относить: возможность размещать не крупные суммы и получать с этого высокий доход; доходность в большинстве случаев значительно превышает доходность по банковскому депозиту; уровень риска вложений в ПИФы диверсифицируется путем выбора наиболее предпочтительного с точки зрения доходность-риск инструмента (например, инвесторы, желающие максимально снизить риски могут приобрести паи фондов наиболее надежных облигаций); деятельность ПИФов жестко регламентируется Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР); простота размещения средств и невысокие транзакционные издержки по управлению капиталом; возможность самостоятельного выбора стратегии участия на рынке; отсутствие необходимости владеть полной информацией о текущем и перспективном развитии рынка- в данном случае все необходимые операции по вложениям и контролю доходности осуществляет управляющая компания. Каждый паевой инвестиционный фонд отличается своей стратегией инвестирования, структурой вложений, уровнем ликвидности паев. В результате на рынке паевых инвестиционных фондов не существует единых критериев сравнения доходности паевых инвестиционных фондов различных управляющих компаний. Предложение единой методики может быть полезным для частных инвесторов с целью упрощения задачи выбора института вложения средств. Цель статьи состоит в анализе существующих методик оценки эффективности управления паевыми инвестиционными фондами, выявлении их достоинств и недостатков, в разработке методики рейтингования, основанной на выборе наиболее предпочтительных и простых критериев оценки. Определение качественной и количественной оценки доходности

паевых инвестиционных фондов в будущих периодах при предполагаемых направлениях движения на российских рынках ценных бумаг позволит частным инвесторам более уверенно работать на фондовом рынке и получать стабильных доход. Особенности ПИФа, как объекта инвестиций, обуславливают необходимость разработки структурированного подхода к оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами с учетом различных потребностей групп инвесторов.

Рост спроса на услуги паевых инвестиционных фондов подкреплен и увеличением числа управляющих компаний. С 2002 по 2012 год количество работающих управляющих компаний (УК) в России выросло почти в 10 раз и в настоящее время составляет 414. Количество управляемых ими ПИФЫов составляет 1330, что превышает показатели 2000 года примерно в 20 раз [10]. Спрос со стороны частных инвесторов по сравнению с 2007 годом увеличился в шесть раз и составляет на сегодняшний день уже 1,8 млн. счетов. Однако, рынок еще далек от насыщения. По данным управляющей компании «Арсгера» в России не более 5% граждан имеют вложения в ценные бумаги (включая ПИФы), тогда как в развитых странах, таких как США, например, доля граждан, владеющих теми или иными ценными бумагами, достигает 75%. [14].

Впервые с 2007 года совокупный «чистый» приток средств в открытые и интервальные фонды превысил несколько миллиардов рублей. Так, по данным информационного ресурса Investfunds, в 2011 году управляющие компании, с учетом «оттока» средств, привлекли порядка 3.5 млрд. руб. Впрочем, данный результат был обеспечен существенно меньшим количеством управляющих. Из 115 УК, принимающих участие в рейтинге, выйти в плюс по итогам года смогли 43, фонды остальных 72 за год потеряли больше, чем смогли привлечь.

Рассмотрим ситуацию на рынке паевых инвестиционных фондов в настоящее время. Первое место в рейтинге самых популярных управляющих компаний по итогам 2011 года занимает «Райффайзен Капитал» с показателем чуть более 3 млрд. руб. (таблица 1). Данный результат объясняется прежде всего высокими позициями паевых фондов управляющей компании (четыре ПИФа УК «Райффайзен Капитал» вошли в десятку самых популярных среди открытых).

Таблица 1 - Рейтинг управляющих компаний по объему привлеченных средств в 2011г. [10; 13]

№	Управляющая компания	Привлеченные средства млн. руб.
1	2	3
1	Райффайзен Капитал	3 039.96
2	УК Сбербанка	1 602.30
3	КапиталЪ Управление активами	788.76

1	2	3
4	Атон-менеджмент	690.51
5	Ингосстрах - Инвестиции	493.96
6	ВТБ Капитал Управление активами	457.06
7	Альфа-Капитал	354.44
8	ОТКРЫТИЕ	145.51
9	Газпромбанк - Управление активами	113.85
10	ТРИНФИКО	86.25

Суммарный показатель управляющих компаний, чьи фонды по итогам года получили пророст привлеченных средств, равен 8.3 млрд. руб. Положительный результат обеспечили 43 управляющие компании, в то время как оставшиеся 72 управляющие компании расположились в таблице по оттоку средств, то есть показали отрицательный результат.

К факторам, негативно отражающимся на работе паевого инвестирования в России следует относить: рост политических рисков, продолжающийся долговой кризис в еврозоне, снижение рейтингов экономически развитых стран, усиливающиеся недоверие к существующей экономической системе. Не смотря на увеличение общего числа фондов, за 2011 год суммарная стоимость чистых активов всех открытых и интервальных ПИФов снизилась почти на 16%, что в денежном эквиваленте составляет более 19 млрд. руб.

По данным рэнкинга открытых ПИФов по доходности за 2011 год только 68 фондов из 308 завершили период в плюсе. Основной прирост доходов отмечен у паевых фондов первой десятки, обладающих наибольшим весом в общей доли активов. В таблице 2 представлены наиболее успешные фонды по итогам 2011 года.

Таблица 2 - Крупнейшие управляющие компании ПИФаами в 2011 году [по данным 12;13]

№	УК	СЧА фон- дов УК на 30 12 2011 года (млн. руб.)	СЧА фон- дов УК на 31 12 2010 года (млн. руб.)	Изменение (%)
1	Тройка Диалог	16 370.00	20 582.76	-20.47
2	УралСиб	13 662.13	19 407.30	-29.60
3	Райффайзен Капитал	9 621.80	8 924.39	7.81
4	Альфа-Капитал	8 047.17	9 793.10	-17.83
5	Атон-менеджмент	6 372.82	5 946.09	7.18
6	ОФГ ИНВЕСТ	6 135.97	7 168.00	-14.40
7	УК Банка Москвы	4 721.54	6 995.38	-32.50
8	КапиталЪ Управление активами	3 716.36	3 843.71	-3.31
9	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	3 087.17	4 512.68	-31.59
10	ВТБ Капитал Управление акти- вами	2 715.04	2 417.93	12.29

Фонды акций в среднем показали снижение доходов более, чем на 23,03%. Фонды облигаций, наоборот, увеличили стоимость паев в среднем на 4,56%. Смешанные фонды, как и индексные фонды, продемонстрировали снижение, примерно на 11,5%.

Рынок паевых фондов за последние два года сохраняет отрицательную динамику. Несмотря на активное привлечение средств в течение года, по его итогам УК фиксировали отток. Помимо обозначенных ранее негативных факторов, обострилась конкуренция между ПИФами и банками (последние предлагали высокие ставки по депозитам). Например, у Сбербанка и ВТБ 24 гарантированная процентная ставка по депозитам составила 8% годовых, а у ряда крупных банков достигла 12% годовых. Подобная ситуация сохранилась и в 2012 года.

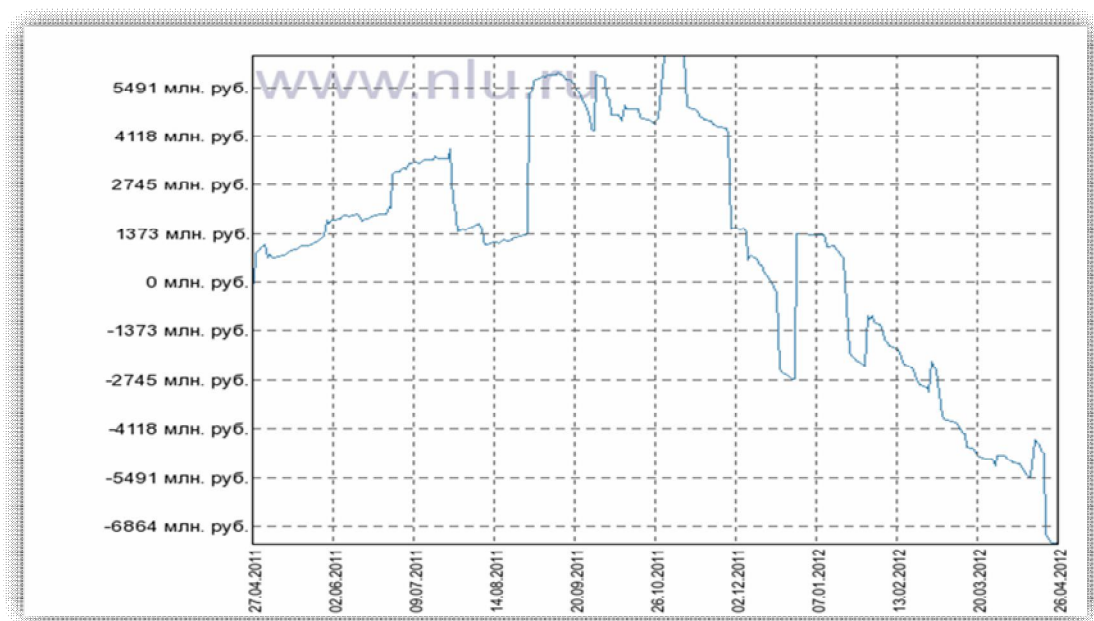


Рисунок 1 - Нетто-приток средств в ПИФы за год по данным НЛГУ

По оценке национальной лиги управляющих по состоянию на апрель 2012 года стоимость чистых активов всех работающих паевых инвестиционных фондов превзошла 470 млрд. руб., увеличившись за последние 2 года более чем в 1.5 раза, и более чем в 20 раз за последние 10 лет (см. Рисунок 1, 2).

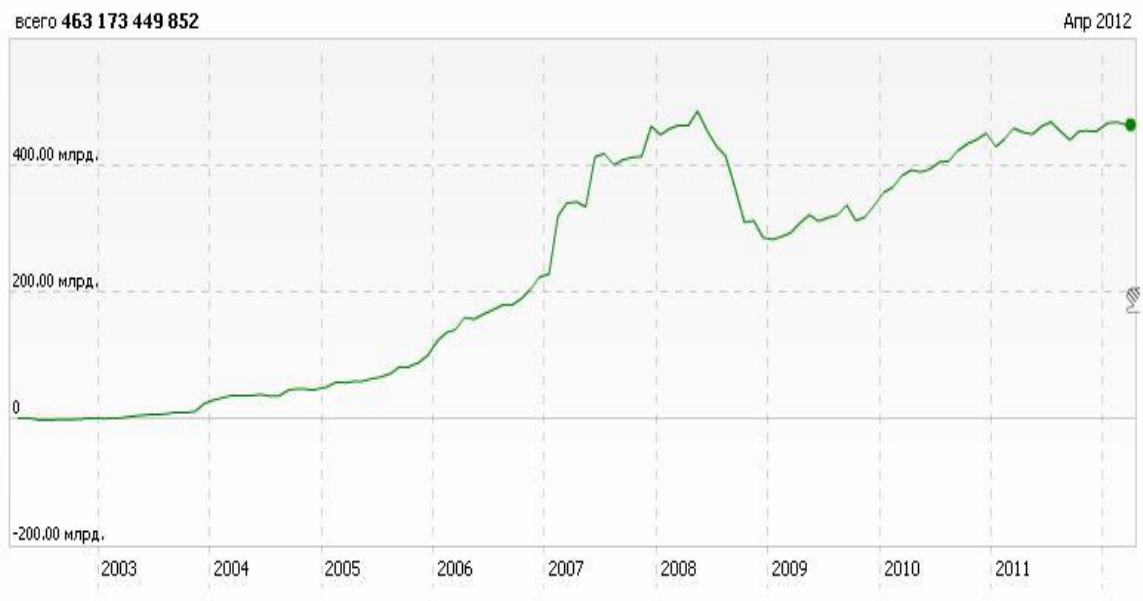


Рисунок 2 – Динамика стоимости чистых активов всех работающих управляющих компаний за последние 10 лет. [11]

Неопределенность относительно перспектив паевых фондов и высокая волатильность на фондовом рынке обуславливает повышение вложений в консервативные ПИФы облигаций — с невысокой доходностью, но и с меньшим риском потерь. Облигационные фонды в большинстве своем показали по итогам 2011 года положительную доходность. В то же время только десять фондов акций показали положительный результат по итогам прошлого года, при этом доходность лучшего из них не превысила 10%.

Таким образом, в настоящее время, не смотря на существующую нестабильность и сложность в перспективном прогнозировании, паевые фонды, пользующиеся спросом со стороны инвесторов, приносят стабильный невысокий доход. Этот факт еще раз подтверждает устойчивость рынка паевых инвестиционных фондов. Однако, если рассматривать фонды по такому показателю как доходность, положительную доходность с начала 2008 года до начала 2012 г. удалось показать только фондам с наименьшим риском: облигаций и денежного рынка, в то время, как у других категорий фондов этот показатель отрицателен.

В целях привлечения новых инвесторов, управляющие компании создают новые фонды, предлагают новые продукты. Таким образом, с конца 2008 года и до начала 2012 общее число фондов, выросло примерно на 300 единиц (в большей части росло количество фондов закрытого типа).

Вместе с увеличением количества фондов, растет число управляющих компаний, имеющих в управлении ПИФы. Так, с середины 2008 года до начала 2012 их число увеличилось на 63, и составляет 335 фондов [12].

Таким образом, статистика показывает, что рынок коллективных инвестиций в России достаточно молодой, но растет быстрыми темпами, набирая обороты год от года. Эта тенденция сопряжена и с ростом интереса к ПИФам со стороны частных инвесторов, воспринимающих данный вид инвестирования как более доходный по сравнению с привычными вложениями. Соответственно, проблема выбора управляющей компании и паевого инвестиционного фонда среди всего многообразия ПИФов становится все актуальнее и острее. Вопрос оценки качества работы того или иного инвестиционного фонда, и насколько этот фонд, в соответствии с целями инвестирования, предпочтительнее другого, является одним из актуальных вопросов, который ставят перед собой инвесторы, выбирая наиболее привлекательное место размещения собственных средств.

При выборе ПИФа инвестор ориентируется как на общую, так и специфическую информацию о работе фонда. Эффективность управления ПИФами может характеризоваться как качественными показателями (экспертные оценки, репутация компании, доступность информации о компании, срок работы компании на рынке, сеть агентских представительства), так и в количественными показателями (доходность вложения, риск, ликвидность, размер активов инвестиционного фонда). Качественная оценка эффективности управления обусловлена субъективными факторами, влияющими на экспертное заключение, количественная оценка сопряжена со сложностью расчетов и относительность полученных коэффициентов.

В настоящее время существует большое количество методик оценки эффективности вложений в ПИФы. Некоторые из них, как например, методики Национальной лиги управляющих [8], RICH Consulting делают акцент на расчет статистических показателей. Другие, как например методики Российской экономической школой (РЭШ) для издания Forbes [8] анализируют фонды с учетом ситуации на фондовом рынке и оценивают перспективы в каждый момент времени. Все это показывает актуальность предложения методики рейтингования управляющих компаний и ПИФов.

Рассмотрим преимущества и недостатки ранее приведенных методик. Система оценки, предложенная РЭШ, включает в себя показатели риска и доходности, которые характеризуют степень агрессивности и успешности инвестиционной стратегии ПИФа за последние 3 года. Методика характеризует работу выбранного фонда в зависимости от общего движения на рынке. Важным недостатком метода является кратковременность периода оценки, ограниченного каким-то одним направлением движения на рынке. При нестабильности и высокой волатильности на рынке применение данной методики является спорным. Методика построена на использовании только одного индикатора- биржевого

индекса, рассчитанного на однократное вложение средств в фонд в начале периода инвестирования.

Методика составления рейтинга портала Investfunds основана на выставление балльной оценки по каждой области экономики. Рейтингование ПИФов, находящихся под управлением российских управляющих компаний производится на ежеквартальной основе. Помимо ПИФов, в итоговом рейтинг-листе представляются результаты функционирования специализированного индексного портфеля рыночных активов, характеризующего поведение рынка представляющего поведение рынка за аналогичный период времени. В итоговом рейтинг-листе результат портфеля оценивается в 3*, результаты ПИФов оцениваются по отношению к этому бенчмарку. [11]. В отличие от предыдущей методики, в данном случае представлена комплексная информация, учитывающая довольно большое количество статистических показателей. В то же время, сравнение внутри отраслевых групп производится среди фондов, сильно разнящихся по размерам, доходностям и отношению к риску. Для достоверности сравнения необходимо анализировать полученные промежуточные количественные показатели, статистические коэффициенты, которые учитываются только при расчете итогового показателя.

Достоинством методики является то, что она учитывает ежемесячную (либо поквартальную) доходность каждого из фондов, что позволяет применять ее для оценки эффективности вложений при совершении регулярных инвестиций в выбранные ПИФы. Узкая специализация методики в зависимости от выбранной отрасли затрудняет сравнение эффективности вложений в конкретный фонд со среднерыночными показателями за анализируемый период.

Методика рейтингового агентства Эксперт предполагает сравнение по трем основным критериям:

- Коэффициент Шарпа (доходность-риск).
- Альфа (α) Йенсена (вклад управляющего в результат, «премия за риск»).
- Превышение доходности фонда над доходностью бенчмарка за период.

Основными данными для расчетов всех трех показателей будут стоимости ежедневных паев за два года. Исходя из ежедневной стоимости пая, будет рассчитываться ежедневная доходность.

Коэффициент Шарпа является стандартом оценки деятельности инвестиционных компаний и отражает связь двух наиболее важных для инвесторов понятий: доходность и риск. Согласно общему принципу инвестирования, наиболее предпочтительной является стратегия, показывающая наибольшую доходность при наименьшем риске.

Коэффициент позволяет соотносить доходность и риск, т.е. показывает, сколько единиц доходности приходится на единицу риска. Вложения будут тем эффективнее, чем выше значение коэффициента Шарпа. При отрицательном коэффициенте Шарпа вложения в безрисковые ценные бумаги принесли бы больший доход, чем инвестирование в фонд.

Альфа (α) Йенсена показывает роль управляющего в получении дополнительной по отношению к бенчмарку доходности. Коэффициент позволяет определить грамотность вложений управляющего. Чем больше значение коэффициента, тем качественнее и эффективнее было управление фондом. Превышение доходности фонда над доходностью бенчмарка за период является наиболее простым инструментом оценки и показывает перспективность вложения в тот или иной фонд.

Итоговое количество баллов формируется в результате взвешенного суммирования оценок каждого из трех показателей. В зависимости от полученной итоговой оценки управляющей компании присваивается рейтинг качества управления активами конкретного фонда.

Методика показывает разносторонний учет информации, но в тоже время не достаточно внимания уделяется специфике и перспективам развития отраслей. Критерии отбора подробно не детализированы.

Конечная информация представляет собой обобщение общей информации без уточнения наиболее успешных фондов за достаточно длительный период. Рассчитанные статистические коэффициенты в итоговом рейтинге представлены не абсолютными, а относительными значениями и не могут быть корректно использованы для анализа.

Цель методики составления рейтинга журнала «Финанс» состоит в выборе наиболее стабильного фонда инвестирования. Фонды оцениваются по трем критериям – успешность вложений (способность получать как можно большую прибыль на растущем рынке), устойчивость (способность минимизировать убытки на падающем рынке) и годовой доходности. В рейтинг включаются ПИФы, по которым имеется статистика за период не менее 12 месяцев. Результаты подводятся по каждой из групп фондов отдельно - по ПИФам акций, облигаций и смешанных инвестиций. В качестве индикатора выбран индекс РТС, пересчитанный в рубли по курсу Центрального банка.

Методика подробно учитывает направление движение рынка и потому может позволить оценить результат на краткосрочном периоде, особенно с учетом применения коэффициента бета. Существенным недостатком методики является ее субъективность и кратковременность оценки (методика ориентирована только на разовое вложение средств).

Делая выводы, отметим, что на сегодняшний день на рынке используются в основном две методики расчета рейтингов ПИФов, которые используют показатели доходности рынка ПИФов и показатели доходности исследуемого ПИФа. Проблема определения различных показателей доходности ПИФов для частного инвестора остается актуальной. Ни одна из методик не дает даже вероятностных прогнозов доходности работы того или иного фонда с учетом текущей и прогнозной ситуации на фондовом рынке.

Все методики учитывают доходность разовых вложений средств в фонд на выбранный период, что не позволяет частному инвестору разработать единую стратегию инвестирования, учитывающую горизонт инвестирования, отношение к риску, общерыночную ситуацию. Исключение составляет методика информационного портала «Investfunds» группы компаний «CBonds», которая при расчете промежуточных коэффициентов учитывает ежемесячную доходность каждого фонда. В тоже время итоговая оценка носит качественный характер, и данные количественные характеристики могут быть нивелированы при объединении критериев.

Можно предположить, что в основе выбора варианта вложения частного инвестора заложен принцип вложения в инструменты с наименьшей волатильностью, то есть в те инструменты, у которых наблюдаются наименьшие колебания цен. Практика вложения в «стабильные инструменты» объясняется как психологическими аспектами, так и устоявшейся финансовой практикой. В тоже время на рынке существует масса примеров, доказывающих, что в долгосрочной перспективе именно волатильные инструменты в результате частых колебаний цен приносят больший доход.

В основе предлагаемой методики составления рейтингов заложены следующие предпосылки: возможность учитывать регулярность инвестиций и выбор значимых статистических коэффициентов.

При внесении корректировки по времени, критерий оценки ПИФа по доходности приобретает следующий вид:

— доходность фонда за период 1 год на дату формирования рейтинга в квартале i рассчитывается по формуле

$$Y1Y_i = \left(\frac{1}{12} \sum_{k=i-13}^{i-1} \frac{p_i}{p_k} \right) \times 100 \quad (1)$$

где i – месяц формирования рейтинга,

p_i – цена пая (значение индекса) по итогам месяца i (на конец месяца).

— доходность фонда за период 3 года на дату формирования рейтинга в квартале i рассчитывается по формуле

$$Y3Y_i = \left(\frac{1}{36} \sum_{k=i-37}^{i-1} \frac{p_i}{p_k} \right) \times 100 \quad (2)$$

где i – месяц формирования рейтинга,

p_i – цена пая (значение индекса) по итогам месяца i .

Рассмотрим более подробно необходимые статистические коэффициенты и определим, какие из них и каким образом могут быть использованы для оценки эффективности вложений в паевые инвестиционные фонды.

Коэффициент Шарпа позволяет соотнести риск и доходность вложений. Основная цель его расчета – эффективность размещения средств при определенном уровне риска.

При этом мерой риска является волатильность, которая рассчитывается с учетом того, что чем более давние данные, тем меньший вклад в волатильность они вносят, также учитывается коррелированность активов. Наиболее эффективными считаются вложения с высоким коэффициентом Шарпа.

Т.е. при сравнении двух фондов с одинаковым ожидаемым доходом, вложение в фонд с более высоким коэффициентом Шарпа будет менее рискованным, и значит коэффициент может быть использован как дополнительный критерий при выборе между фондами с одинаковым уровнем доходности.

Альфа (α) Йенсена показывает роль управляющего в получении дополнительной по отношению к рыночному индикатору доходности. Итогом расчета становится сравнение доходности фондов, активы которых находятся под управлением конкретной УК со среднерыночными показателями. Чем больше значение коэффициента, тем качественнее было управление фондом. Данный коэффициент может быть использован для выбора управляющей компании среди равных по другим критериям (доходность и др.) фондов.

Коэффициент Бета (β) показывает взаимосвязь рынка и выбранного фонда, направление изменение доходности фонда при колебаниях рынка. Базовое значение коэффициента Бета равно единице. Если значение коэффициента выше 1, это значит, темпы роста/падения доходности ПИФа выше, чем сам рынок. Значение коэффициента меньше 1, говорит о доходности/убыточности ПИФа ниже, чем уровень рынка.

Данный коэффициент может быть полезен для принятия решения при условии краткосрочного инвестирования средств при разовом вложении средств. В тоже время коэффициент служит своего рода мерой волатильности и может быть также использован при условии долгосрочного регулярного инвестирования. Единственное, при составлении методики учитывается коэффициент Бета с обратным знаком, так как при данной стратегии

инвестирования более волатильные инструменты и портфели могут принести больший доход.

Коэффициент Омега определяет уровень доходности вложений в ПИФ на соответствие ожидаемой доходности инвестора, т.е. соответствие ожиданиям инвестора. При высоких значениях коэффициента Омега, вероятность получения максимального дохода от управления средствами высока.

Данный коэффициент может быть применен для оценки работы фонда в прошлом при условии, что у инвестора был критерий ожидаемой доходности. В тоже время роль данного коэффициента в методике второстепенна, так как инвесторы предпочитают ориентироваться на перспективность вложений, а не на успехи управляющих компаний, достигнутых в прошлом.

Коэффициент Сортино - показатель, позволяющий оценить доходность и риск инвестиционного инструмента, портфеля или стратегии. Математически он рассчитывается аналогично коэффициенту Шарпа, отличие состоит в использовании критерия «волатильность вниз», т.е. в качестве риска принимается только часть доходности, оказавшейся ниже безрисковой процентной ставки. В этом случае волатильность рассчитывается по доходностям ниже минимального допустимого уровня доходности портфеля (MAR).

Таким образом, коэффициент Сортино выделяет положительные изменения в доходности, которые не создают дополнительных рисков вложений. Сравнивая коэффициенты Шарпа и Сортино, более универсальным является коэффициент Шарпа. В предлагаемой методике рейтингования будет использован коэффициент Шарпа, коэффициент Сортино будет применяться для дальнейшего, более глубокого и тщательного анализа при выборе фонда профессиональными инвесторами.

Коэффициент R2 (коэффициент детерминации) фонда показывает взаимозависимость между динамикой рынка и динамикой стоимости пая. Этот показатель может меняться от 0 до 100%. При значении, близком к 0, взаимосвязь практически отсутствует, при R2 близком к 100% степень взаимозависимости максимальна. В целом, данный коэффициент похож на коэффициент бета с небольшими коррективами. В следствии тождественности коэффициентов, целесообразно использовать в методике более распространенный коэффициент- коэффициент β . Расчет коэффициента R2 интересен для профессиональных инвесторов для детального анализа и для принятия окончательного решения при коллективном инвестировании.

Перейдем к построению методики составления рейтинга, основанного на ранее рассмотренных критериях.

На основании рассмотренных методик и сделанных предположений методика оценки эффективности вложений в ПИФы будет содержать следующие этапы.

1) **Отбор фондов.** Методика применяется для оценки открытых и интервальных ПИФов отдельно по следующим категориям: фонды акций; фонды облигаций; фонды смешанных инвестиций. Именно эти фонды наиболее интересны частным инвесторам, готовым совершать регулярные инвестиции в течение длительного промежутка времени. Обязательным требованием к выбранным фондам становится срок работы на рынке – не менее 3 лет. Именно такой промежуток времени позволяет наиболее точно и с большей достоверностью рассчитать необходимые статистические коэффициенты.

2) **Выбор показателей.** Для целей рейтингования ПИФов (индексных портфелей) производится расчет следующих числовых показателей:

2.1 Доходность фонда (индексного портфеля) за период 3 года (далее – Y3Y) до даты формирования рейтинга включительно с учетом регулярности совершения инвестиций;

$$Y3Y_i = \left(\frac{1}{36} \sum_{k=i-37}^{i-1} \frac{p_i}{p_k} \right) \times 100 \quad (3)$$

где i – месяц формирования рейтинга,

p_i – цена пая (значение индекса) по итогам месяца i .

2.2. Доходность фонда (индексного портфеля) за период 1 год (далее – Y1Y) до даты формирования рейтинга включительно с учетом регулярности совершения инвестиций;

$$Y1Y_i = \left(\frac{1}{12} \sum_{k=i-13}^{i-1} \frac{p_i}{p_k} \right) \times 100 \quad (4)$$

где i – месяц формирования рейтинга,

p_i – цена пая (значение индекса) по итогам месяца i .

Данные показатели являются ключевыми и наиболее значимыми при первичной сортировке фондов. Они имеют наибольший вес при принятии решения.

Как и прирост стоимости пая за определенный промежуток времени, эти показатели учитывают регулярность совершения инвестиций. Важно учесть, что доходность фонда в прошлом не должна проецироваться на его будущую деятельность, так как будущая доходность зависит от большего числа факторов, помимо ретроспективной работы фонда. При успешной работе фонда, перманентной доходности и нахождения в верхних строчках рейтингов можно утверждать, что фонд является стабильным и с большой долей вероятности будет прибыльным в будущем. После рейтингования на основе доходности при условии совершения регулярных инвестиций необходимо разбить фонды на группы с отно-

сительно одинаковой доходностью для последующего ранжирования. Допустим, что предельное отклонение от средней доходности за выбранные три года не должно превышать 15%.

3) **Выбор и расчет коэффициентов эффективности.** Среди специфических коэффициентов выберем коэффициент Шарпа и коэффициент β , что сделает систему составления рейтингов предельно простой для расчетов.

Коэффициент Шарпа для оценки доходности взвешенной по риску по следующей формуле.

$$SR = \frac{(y_{fund} - r)/36}{\sigma_{fund}} \quad (5)$$

где y_{fund} - значение доходности фонда за 3 года, рассчитанное по формуле 3;

r - процентная ставка по депозитам в рублях для населения за 3 года

σ_{fund} - стандартное отклонение доходности фонда;

Рассчитанные значения Шарпа для фондов используются для последующей оценки фондов. При сравнительно одинаковых значениях доходностей фондов предпочтение отдается тем, для которых рассчитанное значение коэффициента Шарпа выше.

Коэффициент Бета для оценки влияния рынка на доходность фонда по следующей формуле:

$$\beta_{fund} = \frac{cov(Ind, y_{fund})}{\sigma_m^2} \quad (6)$$

где σ_m - стандартное отклонение месячного прироста бенчмарка (индекса ММВБ для фондов акций и смешанных инвестиций и индекса RUXCbonds, рассчитываемый группой компаний «CBonds», для фондов облигаций).

$cov(Ind, y_{fund})$ - ковариация доходности фонда и индекса ММВБ или RUXCbonds соответственно.

4) **Ранжирование фондов.** На основе рассчитанных значений коэффициентов Шарпа и Бета будет рассчитан итоговый средневзвешенный коэффициент для всех фондов. Коэффициенту Шарпа, как наиболее значимому, присвоим вес 0,7, а коэффициенту Бета – 0,3. Значения весовых коэффициентов рассчитаны по методике изучения влияния весовых коэффициентов на величину обобщенного критерия качества. Методика подразумевает под собой сравнение результатов расчета взвешенного показателя получаемых варьированием параметров системы (весовых коэффициентов). В основу расчетного определения весовых коэффициентов положен принцип объективного сравнения вариантов системы, который может быть сформулирован следующим образом: если выбранная совокуп-

ность весовых коэффициентов доставляет максимум обобщенным критериям всех вариантов системы, то нет каких-либо оснований считать, что варианты системы сравниваются не объективно.

Нормированное отношение расчетного значения показателя к максимальному значению характеризует степень объективности системы при данных значениях весовых коэффициентов. Значения весовых коэффициентов, при которых функция разброса достигает своего минимума будет обеспечивать наиболее объективное сравнение вариантов системы. Минимум достигается при значениях 0,7 и 0,3, соответственно.

После расчета итогового показателя, выбранные фонды будут отсортированы по убыванию значений итогового показателя в каждой группе доходности.

В качестве примера рассмотрим действие методики, взяв за основу 10 открытых фондов акций из рейтинга Forbes, как наиболее авторитетного рейтингового агентства. Как было определено ранее, в качестве временного промежутка берется три года, расчет будет сделан на основании данных за 2009, 2010 и 2011. Цель исследования сопоставить полученные рейтинги с рейтингами, представленными по основным существующим методикам. Первая десятка в рейтинге фондов акций Forbes выглядит следующим образом (табл.3):

Таблица 3. Список открытых фондов акций [8].

Место	Фонд	Управляющая компания
1	ВТБ-ФПГУ	ВТБ Капитал Управление активами
2	Райффайзен - Сырьевой Сектор	Райффайзен Капитал
3	УНИВЕР – Фонд Акции	Универ Менеджмент
4	Альянс РОСНО - Акции	Альянс Росно УА
5	Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	Альянс Росно УА
6	ВТБ - Фонд Акции	ВТБ Капитал Управление активами
7	Арсатера – Фонд Акции	Арсатера
8	Глобал Капитал - Акции	Глобал Капитал
9	Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	Газпромбанк — Управление активами
10	ВТБ - Фонд Перспективных Инвестиций	ВТБ Капитал Управление активами

По результатам оценки стоимости паев по состоянию на 10 число каждого месяца, рассчитаем доходность фондов. Информация по стоимости паев берется из официальных данных лиги Управляющих [12].

График изменения цен относительно начальной цены показан на рисунке 1. Для того, чтобы графики могли быть сравнимы между собой, цену на начало периода примем за 1 условный пункт. Цены за остальные даты рассчитаем относительно цены на начало периода.

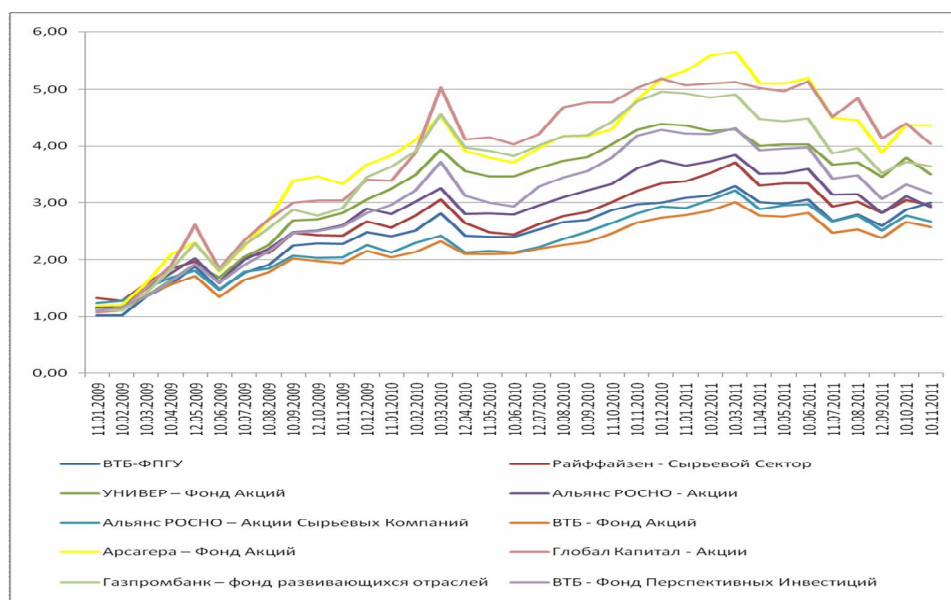


Рисунок 3. Условный график изменения цены паев фондов.

На основе модифицированных формул расчета доходностей рассчитаем относительную доходность от вложений средств, исходя из предположения, что всегда покупается количество паев на определенную фиксированную сумму. Также оценим показатели коэффициентов Шарпа и коэффициент β .

Таблица 4. Доходность фондов акций с учетом регулярных инвестиций

Фонд	Доходность за 1 год, %	Доходность за 3 года, %	Коэффициент Шарпа	Коэффициент Бета β	Итоговый показатель по коэффициентам
ВТБ-ФПГУ	2,01	39,89	0,294	0,919	0,2058
Райффайзен - Сырьевой Сектор	-8,69	24,75	0,238	0,847	0,1666
УНИВЕР – Фонд Акций	-12,60	33,41	0,242	0,885	0,1694
Альянс РОСНО - Акции	-14,71	19,99	0,258	1,044	0,1806
Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	-6,60	26,82	0,245	0,817	0,1715
ВТБ - Фонд Акций	-4,38	29,32	0,270	0,875	0,1890
Арсагера – Фонд Акций	-10,61	45,43	0,307	1,099	0,2149
Глобал Капитал - Акции	-16,74	36,98	0,258	1,143	0,1806
Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	-16,30	29,51	0,288	1,136	0,2016
ВТБ – Фонд Перспективных Инвестиций	-16,98	26,63	0,306	0,955	0,2142

Упорядочим полученные результаты по показателю «Доходность за 3 года» и сравним их с исходными позициями в рейтинге Forbes.

Таблица 5. Рейтинг доходности фондов акций за 3 года с учетом регулярных инвестиций

Фонд	Доходность, %	Место	Место в рейтинге Forbes	Изменение позиций
Арсатера – Фонд Акций	45,43	1	7	+6
ВТБ-ФПГУ	39,89	2	1	-1
Глобал Капитал - Акции	36,98	3	8	+5
УНИВЕР – Фонд Акций	33,41	4	3	-1
Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	29,51	5	9	+4
ВТБ - Фонд Акций	29,32	6	6	0
Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	26,82	7	5	-2
ВТБ - Фонд Перспективных Инвестиций	26,63	8	10	+2
Райффайзен - Сырьевой Сектор	24,75	9	2	-7
Альянс РОСНО - Акции	19,99	10	4	-6

Сравним рейтинги между собой. Для этого рассчитаем доходность каждого из фондов за период с января по апрель 2012 года с учетом регулярных инвестиций (включает предложенная методика), а также при учете однократного вложения средств в начале периода (включает методика Forbes). Полученные результаты отсортируем по доходности и сравним полученный порядок фондов с порядками в рассматриваемых рейтингах.

Таблица 6. Доходность фондов за 2012 год

Фонд	Доходность (регуляр.), %	Место	Доходность (однократн.),%	Место
ВТБ-ФПГУ	28,99	4	9,74	5
Райффайзен - Сырьевой Сектор	26,85	8	6,56	9
УНИВЕР – Фонд Акций	25,05	9	5,01	10
Альянс РОСНО - Акции	28,90	5	14,06	2
Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	27,40	7	7,65	7
ВТБ - Фонд Акций	29,61	3	10,86	4
Арсатера – Фонд Акций	30,41	2	12,58	3
Глобал Капитал - Акции	21,45	10	6,58	8
Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	28,52	6	9,56	6
ВТБ - Фонд Перспективных Инвестиций	32,92	1	17,60	1

Сравним полученные результаты положения фондов в рейтингах доходности с рейтингом, полученным в ходе работы и с рейтингом Forbes.

Таблица 7. Сравнение с разработанным рейтингом

№	Фонд	Место в рейтинге	Разница позиций
1	ВТБ - Фонд Перспективных Инвестиций	6	+5
2	Арсагера – Фонд Акций	1	-1
3	ВТБ - Фонд Акций	7	+4
4	ВТБ-ФПГУ	2	-2
5	Альянс РОСНО - Акции	8	+3
6	Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	3	-3
7	Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	9	+2
8	Райффайзен - Сырьевой Сектор	10	+2
9	УНИВЕР – Фонд Акций	5	-4
10	Глобал Капитал - Акции	4	-6
Суммарная разница (по модулю) позиций в рейтингах			32
Среднее отклонение, позиций			3
Максимальное отклонение в рейтинге топ-3 фондов			3
Среднее отклонение топ-3 фондов			2
Максимальное отклонение в рейтинге, позиций			6
Количество отклонений, превышающих 3 позиции			6

Таблица 8. Сравнение с рейтингом Forbes.

№	Фонд	Место в рейтинге Forbes	Разница позиций
1	ВТБ - Фонд Перспективных Инвестиций	10	+9
2	Альянс РОСНО - Акции	4	+2
3	Арсагера – Фонд Акций	7	+3
4	ВТБ - Фонд Акций	6	+2
5	ВТБ-ФПГУ	1	-4
6	Газпромбанк – фонд развивающихся отраслей	9	+3
7	Альянс РОСНО – Акции Сырьевых Компаний	5	-2
8	Глобал Капитал - Акции	8	0
9	Райффайзен - Сырьевой Сектор	2	-7
10	УНИВЕР – Фонд Акций	3	-7
Суммарная разница (по модулю) позиций в рейтингах			39
Среднее отклонение, позиций			4
Максимальное отклонение в рейтинге топ-3 фондов			7
Среднее отклонение топ-3 фондов			6
Максимальное значение отклонения в рейтинге			9
Количество отклонений, превышающих 3 позиции			6

Представим основные выводы, полученные в ходе исследования. В условиях высокой волатильности рынка предсказать поведение того или иного фонда в будущем крайне сложно. Ретроспективная работа фонда не является гарантом его будущих успехов и не дает четких критериев выбора фонда.

Как показывают проведенные расчеты, даже общепризнанные рейтинги не гарантируют, что по итогам нового периода фонды из топ-позиций будут успешнее и эффективнее, чем в прошлом – сравнение доходности за период с января по апрель 2012 года показал, что фонд, оказавшийся на 10-м месте по итогам 2011 года, оказался лучшим фондом

по итогам этого периода, а лучшие из рейтинга потеряли от 4 до 7 позиций в рейтинге доходности, а среднее отклонение этих фондов составило 6 позиций.

Разработанная методика составления рейтингов фондов, учитывающая регулярность совершения инвестиций, показала более точные результаты по итогам доходности за период с января по апрель 2012 года. Среднее отклонение составило 3 позиции, а лидеры рейтинга потеряли не более 3 позиций, что говорит о хорошей предсказуемости независимо от движений рынка. При этом среднее отклонение трех фондов - лидеров рейтинга - составило всего 2 позиции. Важной предпосылкой предложенной методики является допущение, что инвестор осуществляет ежемесячное вложение средств, то есть процесс инвестирования носит постоянный характер. Внесение данной предпосылки позволяет нивелировать волатильность и увеличивать прирост вложенных средств.

Таким образом, в представленной статье проанализированы существующие методики оценки эффективности управления паевыми инвестиционными фондами, выявлены их достоинства и недостатки и на основе полученных результатов разработана авторская методика оценки, которая бы позволила ранжировать паевые инвестиционные фонды исходя из требований инвестора, а также давала бы качественную и количественную оценки доходности паевых инвестиционных фондов в будущих периодах при предполагаемых направлениях движения на российских рынках ценных бумаг на основе индексов объединенной российской биржи ММВБ-РТС.

Список литературы

1. Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание. : Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002.
2. Гринспен Алан. «Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы» 3 издание, СКОЛКОВО, Московская школа управления, Москва, 2010
3. Дяченко О. «ПИФы готовы взять еще миллиард долларов» // «Банковское обозрение» - М, 2004.
4. Lee L. Gremmilion, Mutual Fund Industry Handbook : A Comprehensive Guide for Investment Professionals, 2005
5. Neil F.Johnson, Paul Jeffereis, Pak Ming Hui, Financial Market Complexity, Oxford University Press, 2005 (с.137–156; с. 161-223).
6. Salih N. Nefci. Principles of Financial Engineering, Elsevier Inc, London, 2008.
7. Sinkey Joseph F. Commercial Bank Financial Management in the Dinancial-Services Industry, Upper Saddle River, New Jersey, 2007.
8. Интернет-версия ежемесячного журнала Forbes: <http://www.forbes.ru>
9. Сайт информационного агентства «Российские финансовые коммуникации»: <http://www.rosfincom.ru>
10. Сайт Издательства журнала «Финанс»<http://finansmag.ru/>
11. Сайт Информационного агентства Cbonds.ru, посвященный российской индустрии паевых инвестиционных фондов: <http://www.investfunds.ru>
12. Сайт национальной лиги управляющих: <http://www.nlu.ru>
13. Сайт Федеральной службы по финансовым рынкам: www.fcsm.ru
14. Сайт управляющей компании «Арсагера»: <http://www.arsagera.ru>

References

1. Zvi Bodie, Alex Kane and Alan Marcus Essentials of Investments, 4th publication, M., Publishing house «Williams», 2002
2. Alan Greenspan, «The Age of Turbulence: Adventures in a New World», 3rd publishing, SKOLKOVO, Moscow Management School, Moscow, 2010
3. Dyachenko O. «Mutual funds are reaty to take billions dollars more» // «Bankovskoe Obozrenir» - M, 2004
4. Lee L. Gremmilion, Mutual Fund Industry Handbook : A Comprehensive Guide for Investment Professionals, 2005

5. Neil F. Johnson, Paul Jeffereis, Pak Ming Hui, Financial Market Complexity, Oxford University Press, 2005 (c.137–156; c. 161-223).
6. Salih N. Nefci. Principles of Financial Engineering, Elsevier Inc, London, 2008.
7. Sinkey Joseph F. Commercial Bank Financial Management in the Dinancial-Services Industry, Upper Saddle River, New Jersey, 2007.
8. Online version of the monthly magazine Forbes: <http://www.forbes.ru>
9. Site of news agency "Russian Financial Communications»: <http://www.rosfincom.ru>
10. Website Publishing magazine "Finance» <http://finansmag.ru/>
11. Site of News Agency Cbonds.ru, dedicated to the Russian industry of mutual funds: <http://www.investfunds.ru>
12. Site of the National League of Management: <http://www.nlu.ru>
13. Site of the Federal Service for Financial Markets www.fcsm.ru
14. Site of Management Company «Arsagera» <http://www.arsagera.ru>