

УДК 336.763(470)

ББК 65.262

С-40

Сирунян Михаил Людвигович, аспирант института управления, бизнеса и права, преподаватель кафедры «экономика и инновационные рыночные исследования» института управления, бизнеса и права, т.: 89515066268, e-mail: sirunyanmix@yandex.ru.

РЫНОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА (рецензирована)

Предметом научной статьи является понятие «рыночная эффективность», объектом выступают результаты управления инвестиционными портфелями. Для анализа рыночной эффективности ежегодно с 2006 по 2010 годы анализировались доходности крупнейших паевых фондов в сравнении с доходность индекса ММВБ. По результатам научной работы следует, что за анализируемый период, в совокупности, крупнейшим ПИФам не удалось превзойти доходность индекса.

Ключевые слова: эффективность рынка, избыточная доходность, коэффициент альфа, инвестиционная политика, риск.

Sirunjan Michael Ljudvigovich, post-graduate student of the Institute of Management, Business and Law, lecturer of the Department of Economy and Innovative Market Researches, Institute of Management, Business and Law, t.: 89515066268, e-mail: sirunyanmix@yandex.ru.

MARKET EFFICIENCY IN THE RUSSIAN STOCK MARKET (reviewed)

The subject is the concept «market efficiency», the object – the results of investment portfolios management. For the analysis of market efficiency annually during the period of 2006- 2010 profitability of the largest share funds in comparison with profitability of an index of the Moscow Stock Exchange have been analyzed. It has been revealed that for the analyzed period, the largest PIFS hadn't surpassed profitability of an index.

Key words: efficiency of the market, superfluous profitability, alpha factor, investment policy, risk.

При формировании инвестиционного портфеля управляющие используют множество различных стратегий, которые изначально, согласно их характеристикам можно разделить на две группы – активные и пассивные.

Сторонники активного управления портфелем считают, что на фондовом рынке можно найти недооцененные или переоцененные акции

Суть пассивных стратегий заключается в том, что портфельный менеджер не стремится показать результаты превышающие доходность фондового индекса, основная его цель состоит в том, чтобы сконструировать портфель как можно более похожий по своему составу на рыночный индекс. Данной стратегии придерживаются менеджеры считающие рынки эффективными.

Сторонники теории эффективного рынка предполагают наличие трех форм эффективности рынка: слабую – согласно которой, текущие значение котировок акций отражают в себе всю информацию об их предыдущих ценах, соответственно предсказание движения цены на акцию с помощью технического анализа согласно данной теории является невозможным. Средняя эффективность рынка предполагает, что в текущих ценах на акции отражена вся доступная информация о конкретном эмитенте, включая прошлые цены, а так же всю опубликованную финансовую или околофинансовую информацию. Согласно мнению сторонников средней эффективности, проведение фундаментального анализа, с целью выявить неверно оцененные акции

так же не имеет смысла. Наконец третья форма эффективности рынка говорит о том, что цены на акции отражают всю как доступную, так еще и не доступную информацию, что делает невозможным заработать избыточную доходность на инсайдерской торговле.

Непосредственным и прямым следствием рыночной эффективности является то, что никакая группа инвесторов не имеет возможности регулярно переигрывать рынок, используя обычную инвестиционную стратегию.

Кроме того, важно прояснить, что «эффективность рынка» не означает следующее:

- цены на акции не могут отклоняться от истинной ценности. В действительности, могут иметь место лишь серьезные отклонения рыночной цены от истинной ценности. Единственное требование состоит в том, чтобы отклонения носили случайный характер;

- ни один инвестор не в состоянии переиграть рынок на протяжении любых промежутков времени. Напротив, если не учитывать транзакционных издержек, то примерно половина инвесторов окажутся хитрее рынка в любой период времени;

- никакая группа инвесторов не сумеет переиграть рынок на протяжении длительного периода времени. При данном количестве инвесторов на финансовых рынках законы вероятности определяют, что довольно большое число инвесторов регулярно окажется хитрее рынка на протяжении длительного периода времени, причем благодаря не своим инвестиционным стратегиям, а везению.

На эффективных рынках ожидаемые доходы от любых инвестиций соответствуют риску, связанному с этими инвестициями в долгосрочном периоде, хотя и возможны отклонения от этих ожидаемых доходов на краткосрочных отрезках времени.

Хотя сам создатель теории эффективного рынка, Ю. Фама, в процессе дальнейшего изучения фондового рынка, признал несостоятельность сильной формы эффективности рынка, гипотезы относительно слабой и средней формы эффективности на американском фондовом рынке имеют значительные эмпирические доказательства.

Для оценки данной теории на примере российского фондового рынка, автором были проанализированы финансовые результаты десяти крупнейших, активно управляемых паевых инвестиционных фондов, диверсифицированных по отраслям и классам активов. Результаты были сравнены с доходностью индекса ММВБ.

В составе выборки были представлены два паевых фонда управляющей компании «Тройка Диалог», фонд «Добрыня Никитич» – фонд из диверсифицированного портфеля акций российских эмитентов, стоимость чистых активов на момент оценки – 7 544 160 000 рублей, «Дружина» – активы фонда состоят из смешанного портфеля акций и облигаций, стоимость чистых активов на момент оценки – 2 130 600 000 рублей.

Два фонда управляющей компании БКС – «Голубые фишки» – состоит из акций высоконадежных российских эмитентов, лидеров российского рынка, стоимость чистых активов на момент оценки – 346 286 707 рублей, «Фонд Перспективных акций» – фонд состоит из акций любой капитализации демонстрирующих рост бизнеса и прибыли, стоимость чистых активов на момент оценки – 210 294 193 рублей. Один фонд управляющей компании «Финам» «Первый» – в портфель фонда входят акции и облигации, стоимость чистых активов на момент оценки – 171 247 028 рублей. Один фонд управляющей компании «Атон» «Атон – Фонд Акции» состоит из диверсифицированного портфеля акций российских эмитентов, стоимость чистых активов на момент оценки – 807 188 134 рублей. Два фонда управляющей компании «Альфа-Капитал», «Альфа-Капитал Акции», состоящий из акций с высоким потенциалом роста, стоимость чистых активов на момент оценки – 3 218 972 967 рублей, и фонд «Альфа – капитал сбалансированный» фонд смешанных инвестиций, стоимость чистых активов на момент оценки 581 913 830 рублей.

Так же в выборку были включены два фонда управляющей компании «Уралсиб» – «Уралсиб Фонд Первый» – средства фонда вкладываются в "голубые фишки" фондового рынка – акции наиболее надежных и устойчивых российских предприятий, стоимость чистых активов на момент оценки 10 462 464 603 рублей. «Уралсиб Фонд Профессиональный» – сбалансированный фонд,

средства которого размещаются в акции и облигации, стоимость чистых активов на момент оценки 749 203 414 рублей.

Анализируемый период охватывает 2006-2010 годы. Доходность фондов и индекса рассчитывалась ежеквартально на протяжении 10 кварталов. Список фондов, а так же их доходности приведены в таблице 1.

Таблица 1 - Доходности фондов и индекса ММВБ

Наименование фонда	01.06	07.06	01.07	07.07	01.08	07.08	01.09	07.09	01.10	07.10	средне е
«Добрыня Никитич»	18	25	-2	12	-9	-68	67	43	-6	36	11,6
«Дружина»	12	15	-1	9	-6	-60	57	36	-2	20	8,8
«БКС Голубые фишки»	29	28	-2	13	0	-55	60	32	-2	26	12,9
«БКС Перспективный»	11	31	-3	17	-13	-63	68	35	5	42	13
«Атон – акции»	18	23	1	15	-5	-64	60	38	-2	34	11,8
«Финам первый»	8	18	-5	3	-16	-60	78	53	4	30	11,3
«Альфа акции»	15	24	6	17	-3	-64	34	36	-8	31	8,8
«Альфа – сбалансированный»	12	19	6	11	-5	-53	26	29	-5	17	5,7
«УралСиб первый»	16	22	-7	7	-16	-37	63	28	0	25	10,1
«УралСиб – профессионал»	13,4	10	-2	10	-4	-34	33	23	11	16	7,64
ММВБ	32	27	-2	13	-7	-65	57	41	-4	29	12,1

Как видно из таблицы 1, за анализируемый период, среднее значение полугодовой доходности у индекса ММВБ составило 12,1 процентов, данный результат смогли превзойти фонды «БКС – Голубые Фишки», и «БКС – Перспективный», их средняя полугодовая доходность оказалась выше, чем доходность индекса на 0,8, и 0,9 процентов соответственно. Остальные фонды или 80 процентов анализируемых фондов показали доходность ниже рыночной. Если оценивать фонды по доходностям, то два наиболее доходных фонда, это фонды «БКС – Голубые Фишки», и «БКС – Перспективный», а наименее доходные, «Альфа – Сбалансированный» и «Уралсиб – Профессионал».

Однако, как было отмечено выше, анализируемые фонды являются активно управляемыми и имеют различные составы и структуру, соответственно каждому из этих фондов присущ свой уровень риска, значит, проведение оценки эффективности управления портфелем должно основываться на сравнении доходностей полученных конкретным фондом, в сравнении с возможной доходностью при использовании похожей инвестиционной стратегией.

Так, например, часть фондов из выборки состоит из смешанных инвестиций в акции и облигации, а другие фонды состоят полностью их акций, естественно, риск фондов акций выше, чем риск сбалансированных портфелей и оценка результатов управления ими должна быть скорректирована на элемент риска.

После определения доходностей фондов, необходимо определить уровень риска за данный временной интервал, риск можно найти с помощью стандартного отклонения или коэффициента бета.

Стандартное отклонение находится по формуле 1.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(r-r_{av})^2}{N-1}} \quad (1)$$

где, σ – стандартное отклонение, r – доходность в период t , r_{av} – средняя доходность за период, N – количество периодов

Оценка стандартного отклонения портфеля может быть использована для определения величины общего риска портфеля за анализируемый период.

Для определения рыночного риска фонда можно найти коэффициент бета. Коэффициент бета находится по формуле 2.

$$\beta = \frac{(T \times \sum XY) - (\sum X \times \sum Y)}{(T \times \sum X^2) - (\sum X)^2} \quad (2)$$

где T – количество анализируемых периодов, X – доходность индекса, Y – доходность портфеля

С помощью приведенных формул были найдены стандартное отклонение и коэффициент бета каждого анализируемого фонда.

Обобщенные данные по характеристикам анализируемых фондов приведены в таблице 2.

Таблица 2 - Характеристики анализируемых фондов

Наименование фонда	Стандартное отклонение	Коэффициент бета	Доходность
«Добрыня Никитич»	35,33	1,05868	11,6
«Дружина»	30,5	0,8738	8,8
«БКС Голубые фишки»	30,67	0,89	12,9
«БКС Перспективный»	33	1,001	13
«Атон – акции»	33,35	0,9621	11,8
«Финам первый»	37,7	1,0357	11,3
«Альфа акции»	29,7	0,8361	8,8
«Альфа–сбалансированный»	23,68	0,6662	5,7
«УралСиб первый»	27,53	0,7564	10,1
«УралСиб профессионал»	18	0,5115	7,64

Хотя с помощью таблицы 2, мы можем отдельно сравнивать и доходности и меры риска каждого фонда, из оценок учитывающих стандартное отклонение или коэффициент бета в явном виде, не всегда ясно, насколько один фонд эффективнее другого или рынка в целом. Так, например, фонды «БКС Голубые Фишки» и «БКС Фонд Перспективный» являются наиболее доходными, однако, стандартное отклонение и коэффициент бета у этих фондов так же выше среднего, а у наименее доходных фондов наблюдаются самые низкие значения рисков.

Данный вопрос, может быть решен с помощью использования простой линейной регрессии описанной в формуле 3, где в левой части приводится значение доходности фонда, а в правой доходность индекса, перемноженная на коэффициент бета оцениваемого фонда. Коэффициент альфа показывает величину, на которую отклонилась доходность фонда, от его ожидаемого значения.

$$R_f = \alpha + \beta \times R_m \quad (3)$$

где R_f – доходность портфеля, α – избыточная доходность, β – коэффициент бета, R_m – рыночная доходность.

Имея данные по доходности фонда, доходности рынка и коэффициентах бета каждого фонда, можно определить альфу фонда, показывающую избыточную доходность фонда по отношению к рынку с учетом риска.

В таблице 3 приведены расчеты коэффициента альфа для анализируемых фондов

Таблица 3 - Коэффициенты альфа анализируемых фондов

Наименование фонда	Доходность фонда	-	Коэффициент бета	*	Доходность рынка	=	альфа
«Добрыня Никитич»	11,6	-	1,05868	*	12,1	=	- 1,21
«Дружина»	8,8	-	0,8738	*	12,1	=	- 1,773
«БКС Голубые фишки»	12,9	-	0,89	*	12,1	=	2,131
«БКС Перспективный»	13	-	1,001	*	12,1	=	0,9
«Атон – акции»	11,8	-	0,9621	*	12,1	=	0,1586
«Финам первый»	11,3	-	1,0357	*	12,1	=	- 1,232
«Альфа акции»	8,8	-	0,8361	*	12,1	=	- 1,317
«Альфа–сбалансированный»	5,7	-	0,6662	*	12,1	=	- 2,361
«УралСиб первый»	10,1	-	0,7564	*	12,1	=	0,9476
«УралСиб профессионал»	7,64	-	0,5115	*	12,1	=	1,4509

Как видно из таблицы 3, пять фондов из десяти, или 50 процентов, продемонстрировали избыточную доходность. Данный показатель отличается от первоначальных расчетов, когда доходности сравнивались без учета поправки на рискованность фондов. Так например, помимо фондов, «Голубые Фишки» и «БКС – Фонд перспективных акций», избыточную доходность с учетом поправки на риск продемонстрировали фонды «Атон Фонд Акций», «Уралсиб Первый» и «Уралсиб Профессионал».

Наибольшую альфу продемонстрировал фонд «БКС – Фонд Голубых Фишек» – 2,131, фонд «Уралсиб Профессионал» при доходности 7,64, однако с поправками на риск имеет альфу равную 1,4509, на третьем месте «Уралсиб Первый» с альфой 0,9476 превзошел показатель фонда «БКС – Фонд Перспективных акций» с альфой 0,9. Наименьшую положительную альфу продемонстрировал фонд «Атон – Акции», который с поправкой на риск имеет альфу равную 0,1586.

Остальные фонды показали доходность ниже той, которую можно было ожидать. Стоит так же отметить, что в данном исследовании, доходности фондов приведены без учета транзакционных издержек, которые у активно управляемых фондов достаточно значимы и уменьшают доходность от операций.

Если же рассчитать совокупную избыточную доходность всех анализируемых фондов, альфа у них отрицательная и равна –1,8879, что свидетельствует о том, что за анализируемый период в совокупности, все управляющие фондами не смогли продемонстрировать доходность даже на уровне доходности рынка, что в данном случае подтверждает правоту сторонников эффективного рынка.

Литература:

1. Лобанов А.А. Энциклопедия финансового риск менеджмента / А.А. Лобанов. - М.: Альпина паблишер, 2003.
2. Лоренс Дж. Гитман. Основы инвестирования / Лоренс Дж. Гитман. - 4-е изд. - М.: Дело, 2007.
3. ММВБ: [сайт]. – Режим доступа: <http://www.micex.ru>
4. Уильям Ф. Шарп. Инвестиции / Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джефри В. Бейли. - 5-е изд. - М.: Инфра-М, 2004.
5. Фрэнк Дж. Фабоцци. Управление инвестициями / Фрэнк Дж. Фабоцци. - М.: Инфра-М, 2004.
6. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски / А.С. Шапкин. - М.: Дашков и К, 2003.

References:

1. Lobanov A.A. *Encyclopedia of financial risk management* / A.A. Lobanov .- M.: Alpina Publisher, 2003.
2. Lawrence J. Gitman. *Fundamentals of investing* / Lawrence J. Gitman .- 4th ed .- M.: Delo, 2007.
3. MICB: [site]. -Mode of access: <http://www.micex.ru>
4. William F. Sharp. *Investment* / William F. Sharp, Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey. - 5th ed. -M.: Infra-M, 2004.
5. Frank J. Fabotstsi. *Investment Management* / Frank Fabotstsi. J.-M.: Infra-M, 2004.
6. Shapkin A.S. *Economic and financial risks* / A.S. Shapkin .- M.: Dashkov K, 2003.