

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи

Чернова Мария Игоревна

**КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ФАКТОРНЫЕ СТРАТЕГИИ КАК ИНСТРУМЕНТЫ
ФОРМИРОВАНИЯ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ**

Специальность: 5.2.4 «Финансы»

Аннотация диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук

**Научный руководитель – А.Е. Абрамов
кандидат экономических наук**

Москва – 2023

Актуальность темы исследования. Несмотря на то, что основные принципы формирования портфелей частных инвесторов сформулированы академическим сообществом в середине XX века, их применение до сих пор вызывает дискуссии. Проблема повышения эффективности частного инвестирования особенно важна для российского рынка, который относится к категории развивающихся рынков и, следовательно, характеризуется повышенными рисками и ограниченностью набора финансовых инструментов для формирования сбережений на разных временных горизонтах.

Фондовый рынок является важным связующим звеном между сбережениями частных инвесторов и корпоративным сектором. Привлечение долгосрочных сбережений в акции внутренних эмитентов и улучшение институциональной среды способствует развитию и росту рынка и корпоративного сектора и, как следствие, увеличению благосостояния индивидуальных инвесторов.

Интерес к фондовому рынку среди российских частных инвесторов вырос за последние годы, однако все острее обозначается ряд проблем, которые повышают риски их индивидуальных портфелей. В первую очередь, это недостаточная диверсификация портфеля. В соответствии со статистическими данными Банка России, в 2022 году у среднего клиента брокера на инвестиционном счету находилось лишь 10–11 разных инструментов. Международные исследования и результаты анализа российского рынка, выполненного в рамках данного диссертационного исследования, показывают, что для снижения специфического риска и повышения шанса включения в портфель акций, способных получить доходность выше рыночной, рекомендовано наличие 50 акций разных эмитентов. Это требует большой стоимости портфеля и практически недостижимо для самостоятельной реализации российскими частными инвесторами.

Российские частные инвесторы проявляют недостаточный интерес к паевым фондам, которые являются одним из основных инструментов коллективных инвестиций, позволяют обеспечить высокий уровень диверсификации и остаются главным механизмом привлечения сбережений частных лиц во всем мире. Относительный размер российских фондов составляет лишь 1,18% ВВП, в то время как в США этот индикатор к 2020 году достиг 140,16%, в Европейском союзе превысил 80% в среднем, в Бразилии – 79,90%, в Китае – 18,03%, в Индии – 15,84%.

Несмотря на то, что в России стоимость чистых активов открытых и биржевых паевых инвестиционных фондов, доступных неквалифицированным инвесторам, за период с 1999 года до 2007 год выросла более чем в сто раз, кризис 2008–2009 гг. привел к резкому снижению активов и последующему восстановлению медленнее финансового рынка. С 2015 года

популярность паевых инвестиционных фондов среди частных инвесторов вновь стала расти на фоне высокой волатильности курса рубля и низкой доходности менее рискованных инструментов. Значительная часть фондов специализируется на инвестициях в акции. Фонды акций рассматриваются в диссертационном исследовании в качестве одного из главных механизмов повышения эффективности портфелей частных инвесторов. По данным Московской биржи в феврале 2023 года доля частных инвесторов в общем объеме торгов акциями выросла до 81,1%, что говорит об актуальности разработки методов и подходов, направленных на повышение эффективности инструментов – паевых фондов акций, позволяющих улучшать качество индивидуальных портфелей частных инвесторов.

Основными причинами низкой популярности паевых инвестиционных фондов (ПИФов) среди частных инвесторов в России можно считать относительно низкую эффективность их деятельности, высокие комиссии, а также недостаточную прозрачность информации. Для абсолютного большинства частных инвесторов российские паевые фонды остаются непрозрачным инструментом, оценить результативность деятельности которого сложно, а провести сравнительный анализ по наиболее распространенным международным критериям выбора финансовых инструментов – практически невозможно. Недостаточная прозрачность информации о ПИФах не только сужает круг потенциальных инвесторов, готовых к коллективным инвестициям, но и затрудняет конкуренцию между фондами, основанную на сравнительном анализе показателей их деятельности.

Инвестиционные стратегии российских паевых фондов зачастую не сформулированы четко и являются слишком широкими. Это не позволяет комбинировать фонды в портфеле частного инвестора и использовать их для формирования индивидуальной стратегии, отвечающей риск-профилю инвестора, его целям и характеристикам. Факторное инвестирование является одним из путей решения этой проблемы. Стратегии, основанные на принципах фундаментального инвестирования, прозрачны и понятны, а их поведение на различных стадиях делового цикла, риски и доходности во многом предсказуемы. Сочетание факторных стратегий внутри портфеля также широко изучено. Однако их применение частными инвесторами возможно только с помощью коллективных инвестиций из-за высоких издержек и необходимости большого объема инвестиций для поддержания нужного уровня диверсификации.

В работе предлагается механизм повышения эффективности стратегий частных инвесторов с помощью более активного использования преимуществ диверсификации вложений, повышения доступности и инвестиционной привлекательности коллективных инвестиций и более активного применения факторных стратегий в портфелях паевых инвестиционных фондов

акций и необходимые для его внедрения изменения в отрасли коллективных инвестиций и регулятивной и информационной среде.

Степень разработанности темы исследования. Изучением основных принципов диверсификации и ее применения для частных и коллективных инвесторов занимались ведущие мировые экономисты Г. Марковиц, У. Шарп, К. Фишер, М. Статман, Э. Димсон, П. Марш, Д. Аллен, Дж. Кэмпбелл, Ф. Фабоззи, Х. Бессембиндер, К. Литтерман, С. Сэтчел, и др. Цели и мотивы частных инвесторов, а также аспекты поведенческих финансов рассмотрены в исследованиях Д. Канемана, Р. Лукаса, Т. Сарджента, К. Симса, Дж. фон Неймана, О. Моргенштерна, А. Барнса, А. Тверски, М. Аллена, Р. Талера, М. Помпьяна. Факторы склонности частных инвесторов к риску описаны в работах Дж. Кэмпбелла, Дж. Кокрейна, Дж. Дантина, Дж. Дональдсона, Р. Барски и др.

Аспекты регулирования, классификации фондов и этапов их развития описаны в материалах регуляторов: Комиссии по ценным бумагам США, Банка России, а также Института инвестиционных компаний (ICI) и в публикациях экспертов Morningstar. Анализ эффективности фондов, факторов, ее определяющих, и способов ее повышения проведен в работах С. Андерсона, А. Парвеза, К. Кутбертсона, М. Кремерса, А. Тиммерманна, Б. Леманна, А. Фраззини, А. Петахисто, Л. Пастора, Ю. Амихуда, Р. Гоеенко, Л. Чжана, Р. Вермерса, С. Гроссмана, Дж. Стиглица, Дж. Берка, Р. Грина, У. Шарпа, М. Кархарта, Ю. Фамы, К. Френча, М. Дженсена, М. Хуанга, Д. Блэйка. Анализом российских паевых инвестиционных фондов занимается более узкий круг исследователей: Т. Теплова, Т. Соколова, Э. Иноземцев, А. Радыгин, А. Абрамов, М. Капитан, которые в своих работах пытались оценивать эффективность фондов и их привлекательность для частных инвесторов.

Обоснование преимуществ и анализ факторных стратегий проводился в работах У. Шарпа, Дж. Линтнера, Ю. Фамы, К. Френча, М. Кархарта, Р. Мертона, С. Басу, Ю. Амихуда, Н. Джегадиша, С. Титмана, Л. Пастора, Р. Стамбо. Влияние факторов риска исследовалось на развитых и развивающихся рынках С. Дашем, Дж. Махакудом, К. Нараяном, К. Женгом, Дж. Гриффином, К. Ламом, Л. Тамом, Дж. Лищевски, С. Воронковой, С. Сехгалом, С. Джайном и др. Анализ стратегий факторного инвестирования на российском рынке проводился Е. Миковой, Т. Тепловой, А. Радыгиным, А. Абрамовым, М. Черновой. Основы принципов формирования факторных портфелей легли в основу методики анализа портфелей коллективных инвестиций в диссертации.

Проведенный анализ степени разработанности проблемы показал, что проблемы диверсификации и внедрения факторного инвестирования для частных инвесторов особенно важно для развивающегося рынка России, а паевые фонды могут стать основным механизмом

для воплощения этого на практике. Исследований, в которых проводился бы совместный анализ расширения возможностей инвесторов, эффективности паевых фондов и последствий повышения прозрачности их деятельности для российского рынка, практически не существует, что придает актуальность данному диссертационному исследованию.

Цель и задачи исследования. Целью научного исследования является разработка новых научно обоснованных рекомендаций по повышению эффективности управления индивидуальными портфелями частных инвесторов на российском рынке акций с помощью внедрения принципа широкой диверсификации, использования преимуществ коллективного инвестирования и применения стратегий факторного инвестирования.

Для достижения указанной цели были поставлены следующие **задачи**:

- 1) выявление проблем частного инвестирования на российском финансовом рынке и обоснование понятия индивидуализации портфелей на основе риск-профиля, целей и предпочтений инвестора;
- 2) обоснование необходимости использования и выявление проблем применения принципов диверсификации и коллективного инвестирования при формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов на российском рынке акций;
- 3) разработка методики формирования стратегий факторного инвестирования и обоснование их применения паевыми инвестиционными фондами акций для улучшения показателей риска и доходности индивидуальных портфелей частных инвесторов на российском рынке;
- 4) разработка алгоритма оценки инвестиционных стилей и мониторинга стратегий паевых инвестиционных фондов акций с целью повышения прозрачности информации о них для инвесторов;
- 5) разработка комплексных рекомендаций по совершенствованию функционирования паевых инвестиционных фондов акций в качестве инструментов формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов, а также по необходимым изменениям в информационной и регулятивной среде.

Объектом исследования являются паевые инвестиционные фонды и их роль в формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов.

Предметом исследования выступают способы повышения эффективности портфелей индивидуальных инвесторов за счет их более широкой диверсификации, использования инструментов коллективного инвестирования и стратегий факторного инвестирования.

Область исследования. Диссертационная работа выполнена в соответствии с п. 1. Теория и методология финансовых исследований; п. 6. Небанковские финансовые институты;

п. 7 Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере; п. 20 Финансы домохозяйств. Личные финансы; п. 22. Финансовые инструменты и операции с ними Паспорта научной специальности 5.2.4 «Финансы».

Методология и методы исследования. В процессе проведения исследования были применены: анализ (системный, сравнительный, причинно-следственный), обобщение, классификация. На эмпирическом уровне использованы статистические и эконометрические методы (корреляционный анализ, регрессионный анализ), а также методы оптимизации из портфельной теории, методология расчетов рыночных индексов.

Информационную базу диссертации составили научные разработки российских и зарубежных ученых в области портфельной теории, поведенческих финансов, теории финансовых рынков, коллективных инвестиций, практики риск-профилирования, исследования и статистические данные международных организаций, в частности Schrodgers, Investment Company Institute, FINRA, статистика Банка России, ПАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (Московская биржа) и данные информационного агентства Bloomberg, Investfunds, Cbonds, материалы международных и всероссийских научных конференций.

Научная новизна и основные научные результаты заключаются в следующем:

1. Обоснован принцип индивидуализации портфелей частных инвесторов, как процесса формирования портфелей с учетом индивидуального риск-профиля, целей и предпочтений каждого инвестора за счет осознанного отбора финансовых инструментов разных поставщиков на конкурентной основе. Формирование портфеля частного инвестора на основе его индивидуализации предполагает использование преимуществ диверсификации, коллективного инвестирования в паевые инвестиционные фонды, а также применения факторных инвестиционных стратегий.

2. Обоснованы преимущества предельно широкой диверсификации индивидуальных портфелей частных инвесторов с учетом сложности принятия инвестиционных решений, ограниченности финансовых инструментов и различий в длительности временных горизонтов инвестирования. Показано, что преимущества широко диверсифицированных портфелей проявляются не только на развитых рынках акций, но и в России. Проведенное в диссертации моделирование доходностей портфелей показало, что большинство частных инвесторов на российском рынке не обладают возможностями полноценной диверсификации портфелей акций, что ведет к получению более низкой доходности по сравнению с индексом Московской биржи.

3. Обосновано, что наибольшим потенциалом в формировании диверсифицированных индивидуальных портфелей частных инвесторов обладают паевые инвестиционные фонды. Однако для того, чтобы данные фонды могли использоваться в качестве инструмента для формирования индивидуальных портфелей, они должны применять простые стратегии инвестирования из заранее определенного и известного пула стратегий, оцениваться с помощью стандартного набора публично раскрываемых показателей и иметь низкие издержки по управлению.

4. Разработана методология применения и оценки эффективности факторных стратегий на российском рынке, включающая формирование и анализ портфелей акций, отобранных по различным фундаментальным признакам. Методология учитывает такие особенности российского рынка, как ограниченность набора финансовых инструментов на рынке акций, неполнота информации о эмитентах и итогах торгов и значимость риска, связанного со структурой собственности компаний. Показано, что факторные стратегии могут использоваться в качестве защитных инструментов на разных стадиях делового цикла и на различных горизонтах инвестирования.

5. На основании уникальной базы данных, собранной при участии автора и зарегистрированной как РИД, проведен анализ развития отрасли коллективных инвестиций в России, позволивший выявить основные препятствия использования паевых фондов акций при формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов. К ним относятся: ограниченность доступной информации о фондах и связанный с ней низкий уровень конкуренции среди управляющих компаний, высокая концентрация портфелей фондов, низкая результативность их деятельности и высокие издержки. Показано, что использование стратегий факторного инвестирования позволяет диверсифицировать портфель паевых инвестиционных фондов акций и повысить скорректированную на риск доходность.

6. Разработана и апробирована на паевых инвестиционных фондах акций методика оценки их инвестиционных стилей. Преимущества использования методики заключаются в предоставлении уникальной информации о подверженности различным факторам риска и динамике инвестиционных стратегий паевых инвестиционных фондов, которая может использоваться при формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов.

7. Разработаны комплексные рекомендации по развитию отрасли коллективных инвестиций в направлении повышения их роли в формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов. Наиболее важные рекомендации лежат в области создания фондов, использующих факторные стратегии с большей диверсификацией и низкими издержками; увеличения раскрываемости и доступности информации о фондах и финансовых инструментах

для частных инвесторов; совершенствования стандартов деятельности брокеров и финансовых платформ; привлечения на рынок долгосрочных внутренних инвестиций; регулирования деятельности фондов.

Положения, выносимые на защиту:

1. Индивидуализация портфелей частных инвесторов предполагает сочетание формирования портфелей с учетом риск-профиля каждого инвестора с широкой диверсификацией вложений, отбором лучших фондов коллективного инвестирования и использованием факторных стратегий, а ее применение способствует привлечению на рынок долгосрочных внутренних сбережений широких масс инвесторов. Текущее количество активов в портфелях частных инвесторов недостаточно для обеспечения диверсификации, в то время как увеличение числа акций позволяет получить доходность сопоставимую или превышающую рыночную с учетом риска на долгосрочном горизонте.

2. На российском рынке использование факторных стратегий, которые основаны на фундаментальных характеристиках акций или их эмитентов, позволяет инвесторам получать значимую избыточную доходность по сравнению с эталонным портфелем. Эта закономерность наиболее явно прослеживается на долгосрочных временных горизонтах и разных стадиях делового цикла, что позволяет утверждать о эффективности применения факторных стратегий при управлении портфелями.

3. Развитие паевых инвестиционных фондов, ориентированных на факторные стратегии с понятным алгоритмом отбора активов и относительно низкими издержками за счет применения более пассивной стратегии управления и частично автоматизированных алгоритмов корректировки портфелей, способствует повышению эффективности управления индивидуальными портфелями и снижению рисков частных инвесторов. Узкоспециализированные факторные фонды совместно с фондами отраслевых и международных акций составляют такой набор финансового инструментария, который дает возможность инвестору самостоятельно собирать свой портфель из простых и прозрачных блоков, руководствуясь собственным профилем риска и инвестиционными целями. Применение факторных стратегий позволяет повысить результативность, увеличить диверсификацию портфелей и снизить издержки действующих российских фондов, что способствует повышению их привлекательности для частных инвесторов.

4. Применение факторных стратегий коллективными инвесторами и анализ их инвестиционного стиля с применением разработанного в диссертации алгоритма способствует развитию рынка финансовых услуг, повышая прозрачность текущих инвестиционных стратегий паевых инвестиционных фондов для их комбинирования внутри портфелей частных инвесторов.

Алгоритм может применяться при поведенческом надзоре за деятельностью ПИФов со стороны регулятора при мониторинге соответствия инвестиционной стратегии заявленной. Результаты применения алгоритма выявили проблему смешанных и концентрированных текущих инвестиционных стратегий фондов, в то время как формирование более простых и дешевых фондов с большей диверсификацией портфеля позволило бы улучшить возможности частных инвесторов на внутреннем российском рынке.

5. Реализация продемонстрированных в диссертации эффектов диверсификации, использования преимуществ коллективного инвестирования и факторных стратегий требует принятия комплексных мер по развитию отрасли коллективных инвестиций, направленных в том числе на изменения в информационной и регулятивной среде. Это позволит повысить доверие к институту коллективных инвестиций и стимулировать развитие инвестиционных фондов на внутреннем рынке как одной из форм средне- и долгосрочных сбережений частных инвесторов.

Теоретическая значимость исследования состоит в разработке методологии оценки эффективности факторных стратегий, учитывающей ограниченность набора финансовых инструментов на отечественном рынке акций, неполноту информации и значимость риска, связанного со структурой собственности компаний; методики оценки инвестиционных стилей паевых инвестиционных фондов акций на основе выявления их подверженности различным факторам риска и динамики инвестиционных стратегий; а также обосновании применения методологии оценки факторных стратегий в коллективном инвестировании, что способно повлиять на появление нового принципа формирования паевых фондов акций.

Практическая значимость исследования состоит в разработке мер по более активному использованию механизмов широкой диверсификации портфеля, коллективных инвестиций и факторных стратегий инвестирования при формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов, что может способствовать более успешной реализации мер по формированию долгосрочных внутренних сбережений граждан, повышению доходности и снижению рисков активов частных инвесторов. Предложенные уникальные авторские подходы к формированию и оценке результативности факторных стратегий на внутреннем рынке акций реализованы на практике в виде публичных баз данных, зарегистрированных в виде РИД и раскрываемых на официальных страницах сайта Российской академии народного хозяйства и государственной службы (РАНХиГС). Обоснованные в диссертации с помощью эмпирических данных преимущества факторных стратегий инвестирования позволяют формировать новые фонды, основанные на таких стратегиях, а также откроют широкие перспективы разработки новых фундаментальных индексов для бирж и других провайдеров фондовых индексов.

Предложенные меры по применению стратегий факторного инвестирования в паевых инвестиционных фондах акций, повышению прозрачности инвестиционных стратегий фондов для частных инвесторов и внедрению принципа открытой архитектуры продаж инвестиционных паев позволяют качественно улучшить результативность их портфелей, усилить конкуренцию между управляющими компаниями и существенно повысить привлекательность паев фондов как инструментов для формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов. Созданный при активном участии соискателя зарегистрированный и открытый ресурс «Конструктор ПИФ» может способствовать популяризации факторных стратегий инвестирования в ПИФах со стороны управляющих компаний и популяризации новых подходов в сфере инвестиционного консультирования.

Основные идеи диссертационного исследования и зарегистрированные как РИД базы данных «Конструктор CAPM-ги Акции» и «Конструктор ПИФ» могут способствовать профессиональным исследованиям, использоваться при преподавании ряд финансовых дисциплин, а также позволяют студентам, аспирантам, научным сотрудникам и другим исследователям самостоятельно анализировать преимущества факторных стратегий инвестирования и эффективность функционирования ПИФов.

Предложения по совершенствованию коллективных инвестиций на внутреннем финансовом рынке и более активному использованию преимуществ факторного инвестирования частными инвесторами могут быть использованы в качестве мер по развитию внутренней системы долгосрочных частных сбережений при разработке стратегии развития российского финансового рынка (включая Концепцию-2030 Правительства Российской Федерации и Основные направления развития финансового рынка в Российской Федерации, утверждаемые Банком России).

Степень достоверности результатов исследования. Достоверный характер результатов, выносимых на защиту, подтверждается корректным использованием качественных и количественных методов в процессе анализа и моделирования, существенным объемом информационной базы исследования, а также тем, что выдвинутые положения не противоречат трендам общей экономической теории, теории финансовых рынков и результатам по исследуемой проблематике, описанным в научных трудах ведущих российских и зарубежных авторов.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные положения диссертации прошли научно-практическую апробацию и получили положительную оценку на нескольких международных и российских конференциях. Многие из полученных в диссертации результатов были сформулированы автором в инициативных записках и аналитических материалах,

представляемых экспертами РАНХиГС в органы власти, а также в замечаниях и предложениях по стратегиям развития финансового рынка, направляемых в Государственную Думу. На основе диссертационного исследования с участием автора созданы и зарегистрированы две публичные базы данных – «Конструктор САРМ-ru Акции» и «Конструктор ПИФ». Материалы диссертации включены в научно-исследовательские работы по тематике диссертационного исследования, выполняемых в соответствии с государственным заданием РАНХиГС с 2016 года по научному направлению «Финансовая система, финансовые рынки и стимулирование инвестиционной активности».

Результаты научного исследования используются А. Абрамовым и М. Черновой в преподавании дисциплин: «Теория финансов», «Теория финансовых рынков» и «Финансовые риски» для обучающихся по программе магистратуры по направлению подготовки 38.04.01 Экономика на программах Экономика и финансы и Цифровая экономика в ИЭМИТ РАНХиГС.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами: программами конференций, официальными регистрационными номерами аналитических материалов, направляемых в органы власти, рабочими программами дисциплин ИЭМИТ РАНХиГС, свидетельствами о регистрации результатов интеллектуальной деятельности, протоколами защиты научно-исследовательских работ, выполненных по государственному заданию.

Публикации. Основные положения и выводы диссертационного исследования нашли отражение в 20 публикациях общим объемом 31 а. л. (авторский объем 11 а. л.), в том числе 13 работ авторским объемом 4 а. л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертационной работы обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 129 источников. Текст диссертации изложен на 175 страницах, содержит 36 рисунков, 26 таблиц.

 (Чернова М.М.)