

Оценка эффективности поведенческих инвестиционных фондов

Научный руководитель – Мартанус Оксана Рюриковна

Теличко Людмила Евгеньевна

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: licenokludmila@gmail.com

Традиционный подход в финансах основан на предпосылке о рациональности экономических агентов, однако данная предпосылка не соответствует действительности, что приводит к большим погрешностям в расчетах. Относительно новое экономическое направление, поведенческие финансы, ставит своей задачей учесть нерациональное поведение агентов в используемых моделях и прогнозных инструментах. С повышенным интересом к поведенческим финансам относятся взаимные фонды, которые претендуют на то, чтобы основывать свои инвестиционные стратегии на принципах поведенческого финансирования, чтобы извлечь выгоду из неэффективности рынка и получить доход выше среднего [3]. Если на рынке присутствуют иррациональные инвесторы, а рынок неэффективен, можно ожидать, что поведенческие инвестиционные фонды смогут предугадать движение рынка и получить сверхдоход, - на определение данной возможности и направлено исследование. Для анализа были выбраны действующие фонды (на момент 31.01.2019) с достаточной статистикой, начиная с 2010 года, которые позиционируют стратегии управления активами как поведенческие. Таким образом, в исследовании были задействованы 39 американских и европейских фондов. Изначально анализировалась средняя месячная доходность и стандартное отклонение, как показатель риска. Стандартное отклонение включает в себя систематический и несистематический риск. Поскольку систематический риск представляет собой корреляцию между доходностью рыночного индекса и доходностью портфеля, то он не может быть уменьшен путем диверсификации активов в составе портфеля. Несистематический риск, напротив, является специфическим риском фирм и может быть устранен с помощью диверсификации. Для первичной оценки доходности, скорректированной на риск, использовалась модель CAPM. Переформулировав ее в индексную модель, получаем модель с одним индексом, которая позволяет сравнить ожидаемую доходность с историческими данными. Затем анализ был расширен до трехфакторной модели Фама-Френча, которые обнаружили, что акции с небольшой капитализацией приносят более высокую среднюю доходность, чем с большой, а также, акции с высоким отношением балансовой стоимости к рыночной имеют более высокую среднюю доходность, чем акции с низким соотношением [2]. Таким образом, они определили, что доходность зависит не от одного фактора и расширили модель, чтобы включить в анализ вознаграждение за риск, связанное с размером фирмы (SMB) и отношение балансовой стоимости к рыночной (HML). На следующем этапе в исследовании использовалась модель Кархарта, которая является дополненной моделью Фама-Френча. Кархарт добавил одну переменную, получившую на русскоговорящем пространстве название моментум (UMD). Это аномалия, при которой текущая доходность положительно коррелирует с предыдущими доходами[1]. Итоговая формула расчета доходности выглядит следующим образом: $R_{pt} \text{ ndash; } R_f = \alpha; p + \beta; p (R_{mt} \text{ ndash; } R_f) + \text{spSMBt} + \text{hpHMLt} + \text{mpUMDt} + \text{epsilon; pt}$, где $R_{pt} \text{ ndash;}$ доходность фонда p , $R_{mt} \text{ ndash;}$ рыночная доходность, $\alpha; p$ отражает возможность фондом зарабатывать сверхрыночный доход, $\beta; p \text{ ndash;}$ бета коэффициент, а $\text{epsilon; pt} \text{ ndash;}$ случайная ошибка. Также в исследовании применяются три стандартных показателя

эффективности: альфа Дженсена, коэффициент Шарпа и коэффициент информации, чтобы проанализировать их способность опережать рынок. По результатам, почти все бета-коэффициенты фондов оказались меньше 1 или близки к ней, большинство фондов показали коэффициенты Шарпа и информации сопоставимые с бенчмарками, отражающими рынок, или меньше. Альфа Дженсена почти во всех фондах оказалась отрицательная, что говорит об отсутствии сверхрыночной доходности по отношению к рынку, с учетом риска. Рассматриваемый в исследовании временной промежуток как раз охватывает посткризисный период, когда фонды могли бы потенциально использовать предубеждения инвесторов в свою пользу, но почти все имели доходность ниже рыночной. После корректировки на размер, стоимость и моментум, фонды также показали отрицательные результаты, которые к тому же для большинства оказались экономически и статистически значимыми. Стоит отметить, что присутствует связь между доходностью фондов и тремя корректировками, но для одних она отрицательная, а для других положительная, из чего нельзя сделать вывод о намеренном применении фондами стратегий для увеличения доходности. В итоге исследования можно сделать вывод, что нет никаких оснований полагать, что поведенческие взаимные фонды могут предугадать движение рынка или получить сверхдоход.

Источники и литература

- 1) Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), Pp 57-82
- 2) Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465
- 3) Wright, C., Boney, V., & Banerjee, P. (2006). Behavioral Finance: Are the Disciples Profiting from the Doctrine?
- 4) Терминал Bloomberg