

Секреты оценки эффективности финансовых вложений

Павел Химчук

Введение

Если Вы управляете или управляли портфелями ценных бумаг, то, безусловно, не раз сталкивались с проблемой оценки результативности Ваших инвестиций. Конечно, в книгах по теории инвестиций и финансовому менеджменту описаны различные подходы к оценке вложений, расчету прибылей/убытков и разных типов доходностей, но достаточно сложно найти практическое руководство по применению этих знаний в крупных финансовых институтах и с учетом особенностей российского рынка капитала.

Описание проблемы

Реалии сегодняшнего рынка таковы, что внутренний учет институциональных инвесторов построен таким образом, чтобы в первую очередь решать вопросы отчетности в контролирующие органы. В целом, этот факт имеет вполне логичное объяснение – область законодательно установленной отчетности представляет вполне устоявшиеся границы и имеет достаточно проработанную методологию, чего нельзя сказать про вопросы управленческой отчетности. Зачастую решение этих вопросов производится по принципу «спасение утопающих – дело рук самих утопающих», и портфельные менеджеры вместе с управляющими должны самостоятельно решать возникающие вопросы аналитических расчетов и тонкостей учета.



*... достаточно сложно
найти практическое
руководство по применению
этих знаний в крупных
финансовых институтах и с
учетом особенностей
российского рынка
капитала...*

Одни из наиболее часто встречающихся причин – это слабая автоматизация работы бэк-офиса и использование в работе систем учета, построенных на бухгалтерских принципах. Такая схема работы, как правило, хорошо справляется с вопросами т.н. официального учета и отчетности, но часто оказывается абсолютно безоружной в решении вопросов оценки эффективности инвестиционного процесса, с точки зрения управляющих портфелями ценных бумаг. В дополнение к этому, проблема усугубляется отсутствием четкой и проработанной методологии управленческого учета.

Решение проблемы

Решение вопросов управления портфелями ценных бумаг целесообразно начать с проблемы определения финансового результата. Добиться её решения можно только при достаточно высокой степени автоматизации процесса учета, при этом не на основе систем, построенных по бухгалтерским принципам. Архитектура таких систем предназначена для решения задач бухгалтерского и налогового учета, но никак не для разделения прибыли на составляющие в валюте актива и валюте портфеля, или, например, разбиения показателя реализованной прибыли с указанием частей: полученной от изменения цены и полученной от валютного курса. Более того, немаловажно иметь возможность группировать указанные показатели по разным признакам, получая тем самым возможность отследить динамику прибыли в разрезе произвольных классификаторов.

Случаются парадоксальные ситуации, когда в целом по портфелю менеджер показал убыток, однако TWR может сообщать о положительной доходности...

Среди большого количества способов расчета доходности считаем необходимым выделить следующие: MDm (Modified Dietz method)¹ и TWR (time weighted return)², как наиболее распространенных, а также проработанных методологически. Оба способа имеют как плюсы, так и недостатки, которые нивелируются при совместном использовании обоих расчетов. Немаловажен тот факт, что расчет доходности крайне нетривиальная задача и, как следствие, механизм её определения обязан иметь возможность гибкой настройки. Так, например, MDm может рассчитываться по всей прибыли или только по её реализованной части, в базу расчета средней стоимости активов может не включаться величина полученной прибыли (расчета без реинвестирования прибыли), может проводиться группировка активов по произвольному параметру, что даст пользователю возможность оценить доходность, например, всех государственных ценных бумаг во всех портфелях, находящихся у него в управлении.

Если говорить о плюсах и минусах отдельно взятых расчетов доходности, следует отметить, что MDm идеально подходит для расчета по отдельно взятой позиции или группе позиций ввиду простоты расчета и его скорости. Так, рассчитать доходность в разрезе позиций по всему портфелю с числом сделок более 5 тыс. за год может занять не более 30 сек. Такой расчет также хорошо применять при оценке доходности портфеля с большим количеством внешнего движения активов, чего нельзя сказать про TWR³, если посмотреть на эту проблему с точки зрения учредителя доверительно управления.

¹ Carl Bacon. Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution – 2nd ed. West Sussex: Wiley, 2008., с. 13

² Bruce J. Feibel. Investment Performance Measurement. New York: Wiley, 2003, с. 45

³ Philip Lawton, Todd Jankowski. Investment performance measurement: evaluating and presenting results: New York: Wiley., с. 18

Случаются парадоксальные ситуации, когда в целом по портфелю менеджер показал убыток, однако TWR может сообщать о положительной доходности. На первый взгляд может показаться, что от такого расчета нет никакой пользы, но специалисты в области оценки активов утверждают обратное, замечая при этом, что оценка TWR – это способ оценки доходности, наиболее подходящий в тех случаях, когда управляющий портфелем не может влиять на структуру вводов и выводов активов из доверительного управления⁴. Процедура расчета взвешенной по времени доходности наиболее полно повторяет расчет доходности индекса и, следовательно, дает возможность использовать его в качестве бэнчмарка, чтобы сравнивать не только относительные приросты за период, но и рассчитывать аналитические показатели, такие как коэффициент Шарпа, Сортино, альфа, бэта и прочие. Данный плюс становится еще более значимым, если компания принимает решение отчитываться в соответствии со стандартами GIPS, т.к. эти стандарты предписывают рассчитывать именно такую доходность⁵. Пример возможностей модуля оценки TWR приведен ниже.

Выводы

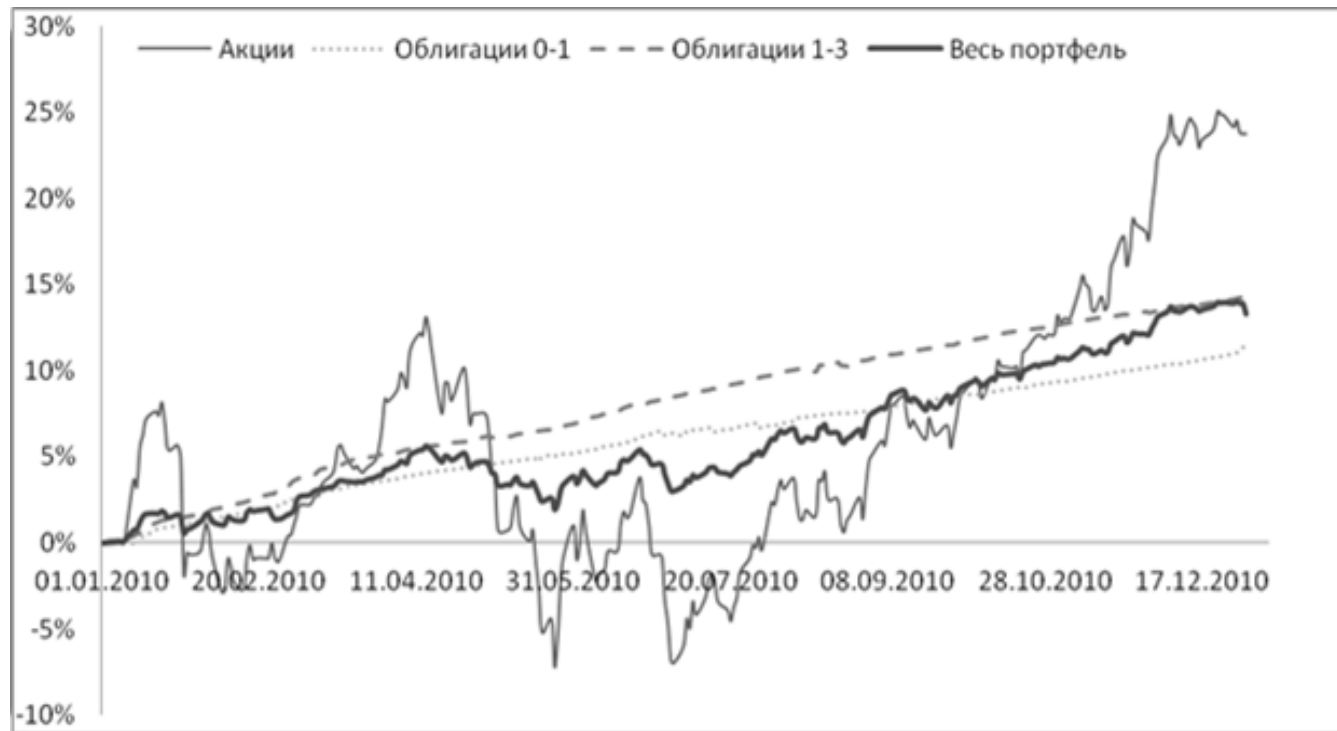
Решение описанных проблем Вы сможете найти в системе GAMA, ведущей системе портфельного учета и анализа на российском рынке. Система предлагает принципиально иной подход к учету и оценки инвестиций, помогая тем самым полностью автоматизировать работу бэк-офиса, а управляющим добиваться поставленных целей!

⁴ Bruce J. Feibel. Investment Performance Measurement. New York: Wiley, 2003, с. 46

⁵ GIPS standards, 10th edition, пункт 2.A.2.

Пример расчетов взвешенной по времени доходности

В качестве примера было произведено разбиение портфеля на три группы активов: акции, облигации с дюрацией до года (включая денежные средства на расчетных и торговых счетах), облигации с дюрацией от года до трех. Пересмотр состава активов на основе дюрации производится ежедневно. В качестве бэнчмарка для портфеля был выбран индекс состоящий из 30% индекса ММВБ и 70% Индекс ММВБ КО 1-3.



Сравнительная таблица показателей:

Название показателя	Бэнчмарк Портфель		ММВБ КО1-3 Облиг. 1-3	
α	4.1		6.71	
β	0.28		0.24	
Информационный коэфф.	-0.03		0.09	
Коэф. детерминации	0.43		0.12	
Коэф. корреляции	0.65		0.34	
Коэф. Шарпа	0.95	1.54	7.7	3.15
Коэф. Трейнора	9.77	24.10	4.49	32.07
Коэф. Сортино	1.35	2.25	3.32	10.31
Доходность	16.26	13.34	10.99	14.31
Стандартное отклонение	10.26	4.45	1.43	1.01