

ФАКТОРНЫЙ ПОДХОД В УПРАВЛЕНИИ РИСКАМИ ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ

Маханбет Алима

магистрант, АО «Университет Нархоз», РК, г. Алматы

Вопрос о том, что движет доходностью акций, был основным элементом современных финансов. Росс в 1976 предложил теорию того, что движет доходностью акций. Теория арбитражного ценообразования (АРТ – Arbitrage pricing theory) утверждает, что ожидаемая доходность финансового актива может быть смоделирована в зависимости от различных макроэкономических факторов или теоретических рыночных индексов. Модели Росса назывались «многофакторными моделями», однако, в АРТ, в отличие от CAPM, количество и характер этих факторов, вероятно, будет меняться с течением времени и варьироваться на разных рынках.

На сегодняшний день факторное инвестирование стало широко обсуждаемой частью инвестиционного канона. Фактор можно рассматривать как любую характеристику, относящуюся к группе ценных бумаг, которая важна для объяснения их доходности и риска. Большое количество научных исследований подчеркивает, что долгосрочная эффективность портфеля акций может быть объяснена факторами. Определенный ряд факторов исторически приносил долгосрочную премию за риск и представляет собой подверженность систематическому риску.

Факторное инвестирование – это инвестиционный процесс, направленный на извлечение премий риска путем воздействия факторов. В настоящее время выделяются шесть факторов премий за риск акций: Value (стоимость), Low Size (низкая капитализация), Minimum Volatility (низкая волатильность), High Yield (высокая доходность), Quality (качество), Momentum (моментум). В таблице 1 рассмотрена характеристика каждого фактора [1, с. 38].

Таблица 1.

Характеристики факторов

Фактор	Характеристика	Метрики
Value (стоимость)	Фиксирует сверх доходность акций с низкими ценами относительно их фундаментальной стоимости	Балансовая стоимость к рыночной цене, прибыль к цене, балансовая стоимость, выручка, доход, чистая прибыль, дивиденды, денежный поток
Low Size (низкая капитализация)	Фиксирует премию за риск компаний с малой рыночной капитализацией по отношению к их более крупным конкурентам	Рыночная капитализация
Minimum Volatility (низкая волатильность)	Фиксирует избыточную доходность акций с более низкой, чем средняя волатильность, бета и / или идиосинкратический риск	Стандартное отклонение, бета
High Yield (высокая доходность)	Фиксирует избыточную доходность акций с дивидендной доходностью выше средней	Дивидендная доходность
Quality (качество)	Фиксирует избыточную доходность акций, которые характеризуются	ROE, устойчивость балансовых показателей, доходов и роста

	низким долгом, стабильным ростом доходов и другими «качественными» показателями	дивидендов, финансовое плечо, учетная политика, качество управления, денежные потоки
Momentum (моментум)	Отражает избыточную доходность акций с более высокими прошлыми показателями	Относительные доходы (трех-, шести- и двенадцатимесячные, иногда с исключением последнего месяца), историческая альфа

MSCI (в прошлом Morgan Stanley Capital International) создал семейство факторных индексов, которые предназначены для отражения эффективности этих шести факторов. Одним из преимуществ факторных индексов является прозрачность распределения факторов, что помогает облегчить широко известную проблему смещения стиля менеджера, и имеет положительные последствия для управления рисками. В таблице 2 представлены доходность и риски факторных индексов MSCI и стандартного индекса MSCI World, взвешенного по капитализации за 25 лет (с 1993-2018).

Таблица 2.

Доходность и риски факторных индексов

Индекс	Совокупная доходность	Совокупный риск	Активная доходность	Активный риск	Корреляция со Стандартным индексом
MSCI World	7.1	15.4	0.0	0.0	1
Low Size	8.3	16.3	1.2	5.2	0.22
Minimum Volatility	8.5	11.6	1.4	6.7	0.30
Value	8.6	15.6	1.5	3.6	0.30
Quality	10.9	14.0	3.8	5.9	0.13
Momentum	10.4	15.9	3.3	8.5	0.03
High Dividend Yield	10.3	14.6	3.2	6.5	0.41

Согласно данным таблицы 2 факторные индексы имели положительную премию за риск, тем самым превосходя доходность стандартного индекса MSCI World, который является бенчмарком для факторного инвестирования. Однако стоит отметить, что совокупный риск каждого отдельного фактора ниже бенчмарка, кроме индекса Low Size, что также является еще одним преимуществом факторного инвестирования. Более того все факторные индексы имеют низкую корреляцию с бенчмарком.

Основные меры риска, которые необходимо учитывать это: VaR, Cvar или Expected Shortfall, Tracking Error, Information Ratio, коэффициент Шарпа. То есть мерами рисками для факторных индексов являются общепринятые и стандартные меры риска для ценных бумаг[2, с. 11].

Рассмотрим два примера аллокации активов на основе факторных индексов. В первом портфеле используется стратегическое или долгосрочное статическое распределение, которое должно быть высоко диверсифицировано. Факторные индексы в данном примере являются значениями Value, Momentum, Minimum Volatility и Quality. Четыре фактора реализуются в виде единого составного многофакторного индекса, который балансируется раз в полгода. Распределение индекса выполняется как пассивный внутренний мандат.

Во втором портфеле основное внимание уделяется распределению, которое обеспечивает более низкую абсолютную волатильность с более высокой доходностью. Желание

минимизировать риск обусловлено прогнозами и ожиданиями инвестора о медвежьем тренде на рынке. В то же время инвестор стремится достичь более высокой доходности при одновременном снижении риска. Это распределение осуществляется в качестве пассивного внешнего мандата на многофакторный индекс, сочетающий Minimum Volatility (обеспечивающий минимизацию рисков) и High Dividend Yield (приносящий высокую доходность). В таблице 3 представлены результаты рассмотренных портфелей.

Таблица 3.

Доходность и риски мультифакторных портфелей

Показатели	MSCI World (бенчмарк)	Мультифакторный портфель 1	Мультифакторный портфель 2
Совокупная доходность	4.2	6.7	6.3
Совокупный риск	16.3	14.9	13.5
Коэффициент Шарпа	0.18	0.34	0.33
Активная доходность	0.0	2.5	2.0
Tracking Error	0.0	3.0	6.2
Information ratio	-	0.83	0.33

Согласно данным оба портфеля приносят большую доходность, скорректированную на риск по сравнению с бенчмарком. Так как многие из этих факторов по-разному реагируют на макроэкономические и макрорыночные силы, они имеют исторически низкие корреляции, которые могут дать сильный эффект диверсификации для объединения нескольких факторов в распределении[3]. Рассмотренные примеры аллокаций факторов внутри портфеля продемонстрировали, как объединение факторных индексов в мультифакторный индекс отражает эти эффекты диверсификации, а также дополнительные преимущества, такие как гибкость инвесторов, транспарентность, снижение транзакционных издержек (за счет пассивной репликации мультифакторных индексов).

Мультифакторное инвестирование – является одним из новых направлений. Данный подход управления доходов и рисков не имеет универсального ответа ни в виде одного фактора, ни в виде комбинации факторов, которое было бы правильным для всех типов инвесторов. Факторное инвестирование – это структурирование портфеля с учетом потенциального эффекта диверсификации между факторами, целей, ограничений и предпочтений инвестора.

Список литературы:

1. Саржаков Ж.Н., Сарбасов Е.А. Изменение традиционной парадигмы инвестиций на рынке глобальных акций // Экономическое обозрение Национального Банка Республики Казахстан. – 2018. – №2. – С. 37-44.
2. Bender J., Briand R., Melas D., Subramanian R. Foundations of Factor Investing [Электронный ресурс] // MSCI: сайт. – URL: <https://www.msci.com/documents/10199/71b6daf5-9e76-45ff-9f62-dc2fcd8f272> (дата обращения: 15.03.2019).
3. Rabener N. Factor crowding model [Электронный ресурс] // Factor Research: сайт. – URL: <https://www.factorresearch.com/research-factor-crowding-model> (дата обращения: 14.03.2019).