ПРЕЗИДЕНТСКАЯ АКАДЕМИЯ

2025

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ АКТИВНЫХ И ПАССИВНЫХ СТРАТЕГИЙ УПРАВЛЕНИЯ В ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДАХ АКЦИЙ

бакалавриат Экономика и финансы

Студент: Иванова Анна Юрьевна
Научный руководитель: с.н.с., к.э.н., Чернова Мария Игоревна

Москва, 2025

РАНХиГС

Актуальность исследования

ПРЕЗИДЕНТСКАЯ АКАДЕМИЯ

- Рост интереса к коллективным инвестициям и увеличение числа ПИФов усиливают потребность в объективной оценке их эффективности
- На фоне популярности пассивных стратегий актуален вопрос: может ли активное управление генерировать устойчивую альфу, компенсируя повышенные риски и издержки? Какие ключевые характеристики фондов этому способствуют?
- Нет устоявшейся классификации фондов по степени активности: стиль управления сложно определить по декларациям, поэтому требуется применение прокси-метрик

Анализ предметной области

АВТОРЫ	НАЗВАНИЕ РАБОТЫ, ГОД	ИСТОЧНИК	РЕЗУЛЬТАТ
A. Petajisto	Active Share and Mutual Fund Performance (2013)	Financial Analysts Journal	В рамках активного управления принято выделять два ключевых направления: выбор отдельных акций и факторный тайминг. В среднем по всей выборке активно управляемые паевые фонды показывают результаты хуже своих эталонных индексов.
A. M. Buffa, D. Vayanos, P. Woolley	Asset management contracts and equilibrium prices (2022)	Journal of Political Economy	В реальности большинство фондов оказывается где-то между полностью активным и полностью пассивным подходом, формируя континуум стратегий.
K. J. M. Cremers, A. Petajisto	How active is your fund manager? A new measure that predicts performance (2009)	The Review of Financial Studies	Tracking Error (TE) (стандартное отклонение разности доходностей фонда и соответствующего эталонного индекса) не отражает различия в составе портфеля и может искажать реальную активность фонда. Альтернативная метрика — Active Share (AS) измеряет долю активов фонда, отличающихся по весу от соответствующего индекса. Теоретическим минимумом для активного управления считается AS на уровне не менее 50%. Устойчивая положительная зависимость между AS и альфой. TE может отрицательно коррелировать с доходностью фонда.

Цели и задачи исследования

Цель исследования

Выявить различия в результативности активных и пассивных стратегий управления в паевых инвестиционных фондах акций с учетом факторов, влияющих на эту результативность

Задачи исследования

- Провести обзор научной литературы и эмпирических исследований, посвященных особенностям активного и пассивного управления паевыми инвестиционными фондами, а также подходам к оценке их эффективности
- Выявить прокси-метрики активности и определить ключевые факторы, потенциально влияющие на активность управления и формирование альфы
- Составить методику анализа, включающую формулировку гипотез на основе литературных источников и специфики российского фондового рынка
- Собрать и структурировать данные по российским паевым инвестиционным фондам акций, включая показатели доходности, активной доли, размера, возраста и другие релевантные параметры
- Построить и интерпретировать многофакторную регрессионную модель, объясняющую величину альфы фондов через степень активного управления, ключевые характеристики фондов и макрофакторы, сформулировать выводы

Основные гипотезы

ПРЕЗИДЕНТСКАЯ АКАДЕМИЯ

- $\mathbb{H}1$: Большинство российских открытых паевых инвестиционных фондов акций в среднем характеризуются активной стратегией управления
- $\mathbb{H}2$: Более высокая степень активного управления фондом положительно связана с его альфой
- $\mathbb{H}3$: Влияние активности на альфу является нелинейным и зависит от уровня активности фонда

Методология и данные

Выборка: 64 российских открытых паевых инвестиционных фонда акций российских компаний

Период: 02.2012-12.2024, ежемесячно

Модель:

$$\alpha_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \text{FundSize}_{it} + \beta_3 \text{FundAge}_{it} + \beta_4 \text{LargeCompany}_{it} + \beta_5 \text{ICI}_{it} + \beta_6 \text{RICI}_{it} + \beta_7 \text{HHI}_{it} + \beta_8 \text{NetInflows}_{i,t-12} + \beta_9 \text{GDP}_{i,t-12} + \beta_{10} \text{Inflation}_{i,t-12} + u_{it},$$

где X_{it} – ключевая переменная активности (ActiveShare / TrackingError / ActiveFund/ ModerateFund / PassiveFund)

- Панельные модели с фиксированными эффектами, робастные ошибки Хубера–Уайта
- **Объясняемая переменная (альфа Дженсена):**

  $$\alpha_{it} = R_{it} - [R_{ft} + \beta_{it}(R_{mt} - R_{ft})] + u_{it}$$

  - Скользящие окна 36 месяцев

Обозначение	H_0	Формула
FundSize	-	log(стоимость чистых активов)
FundAge	-	Возраст в годах
LargeCompany	+	1 – (УК крупная), 0 – (в противном случае)
HHI	-	Индекс Херфиндаля-Хиршмана (концентрация активов): $\sum_{k=1}^{N}$ (доля акций k в фонде)^2
NetInflows	+	$\frac{\text{Суммарный чистый приток с лагом 1 год}}{\text{СЧА}}$
GDP	+	Темп роста ВВП с лагом 1 год
Inflation	-	Темп роста инфляции с лагом 1 год
ActiveShare	+	Активная доля фонда: $\frac{1}{2} * \sum_{k=1}^{N}$ |доля акций k в фонде– доля акций k в индексе|
TrackingError	+	$StDev$(доходность фонда – доходность индекса)
ActiveFund / Moderate Fund / PassiveFund	+ / + / -	1 – (активная/умеренная/пассивная стратегия), 0 – (в противном случае)
ICI	+	Индекс отраслевой концентрации: $\sum_{j=1}^{N}$ (доля акций отрасли j в фонде – доля акций отрасли j в индексе)^2
RICI	+	Индекс относительной отраслевой концентрации: $\sum_{j=1}^{N}$ (доля акций отрасли j в фонде – средняя доля акций отрасли j по всем фондам)^2

Отраслевая концентрация как индикатор активности

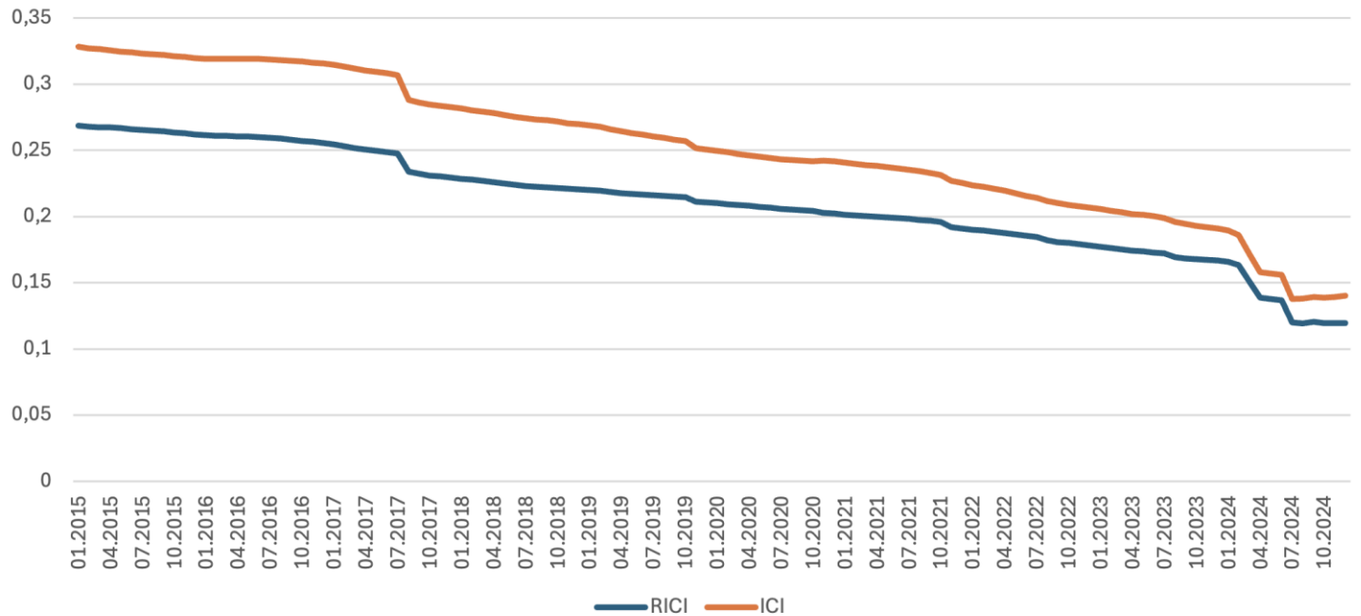
Индексы отраслевой концентрации — ICI и RICI — позволяют выявить степень отклонения фонда от бенчмарка и от других фондов, отражая выбор управляющего в пользу отдельных секторов. Это ключевой признак активного управления: пассивные фонды повторяют структуру индекса, активные — делают отраслевые ставки.

- ICI (Industrial Concentration Index) показывает, насколько портфель отклоняется от индекса МосБиржи
- RICI (Relative ICI) — насколько структура фонда отличается от средней по другим фондам

Высокие значения: фонд делает отраслевые ставки

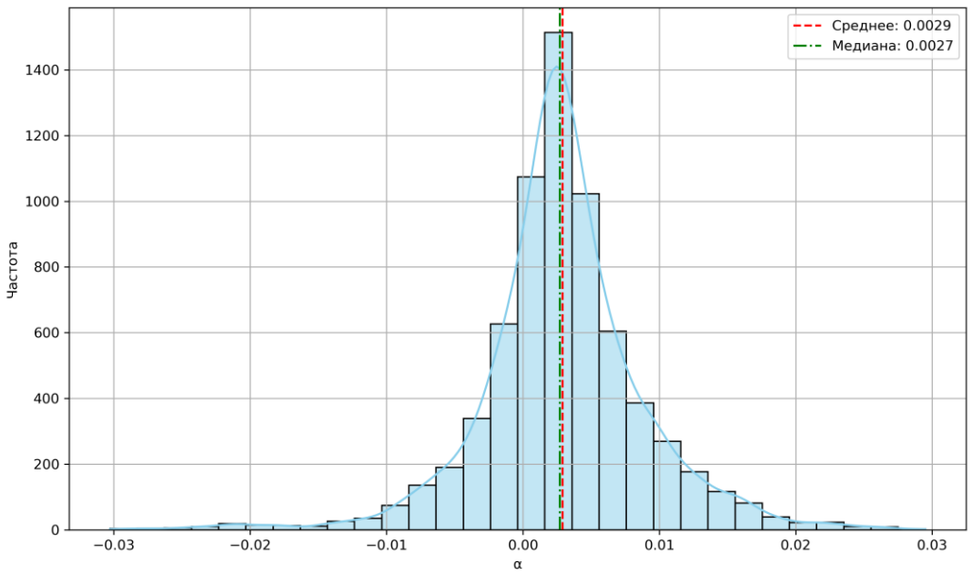
Низкие значения: структура близка к индексу или среднему — скорее пассивная стратегия

Для расчета используется классификация отраслей индекса МосБиржи: транспорт, финансовый сектор, химия и нефтехимия, нефть и газ, потребительский сектор, информационные технологии, телекоммуникации, электроэнергетика, металлы и добыча, строительные компании.

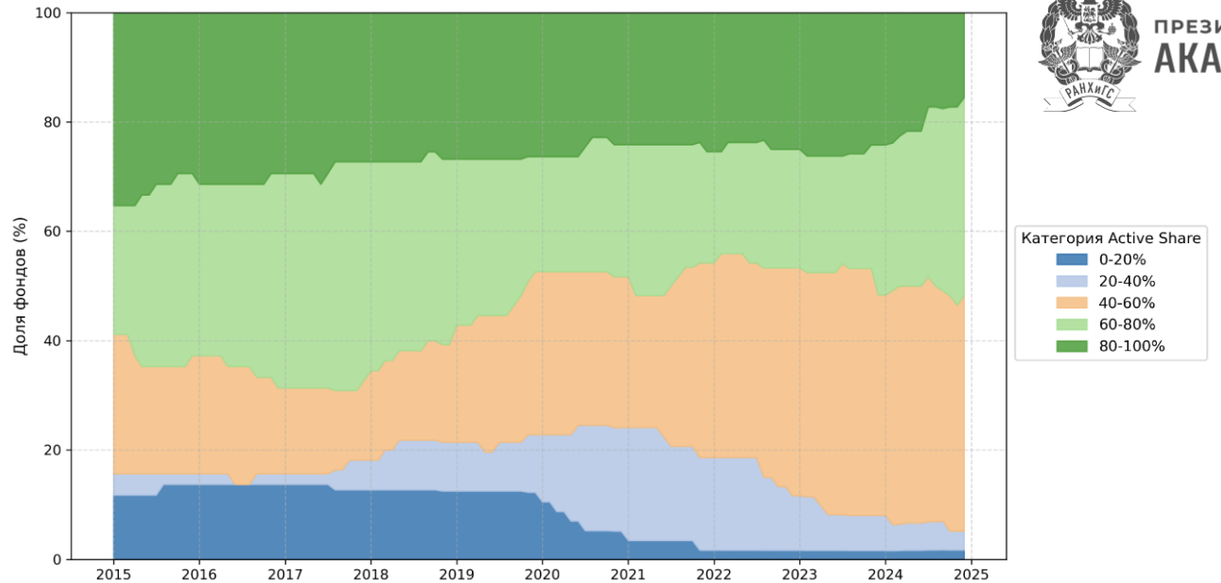


Динамика средней отраслевой концентрации по фондам

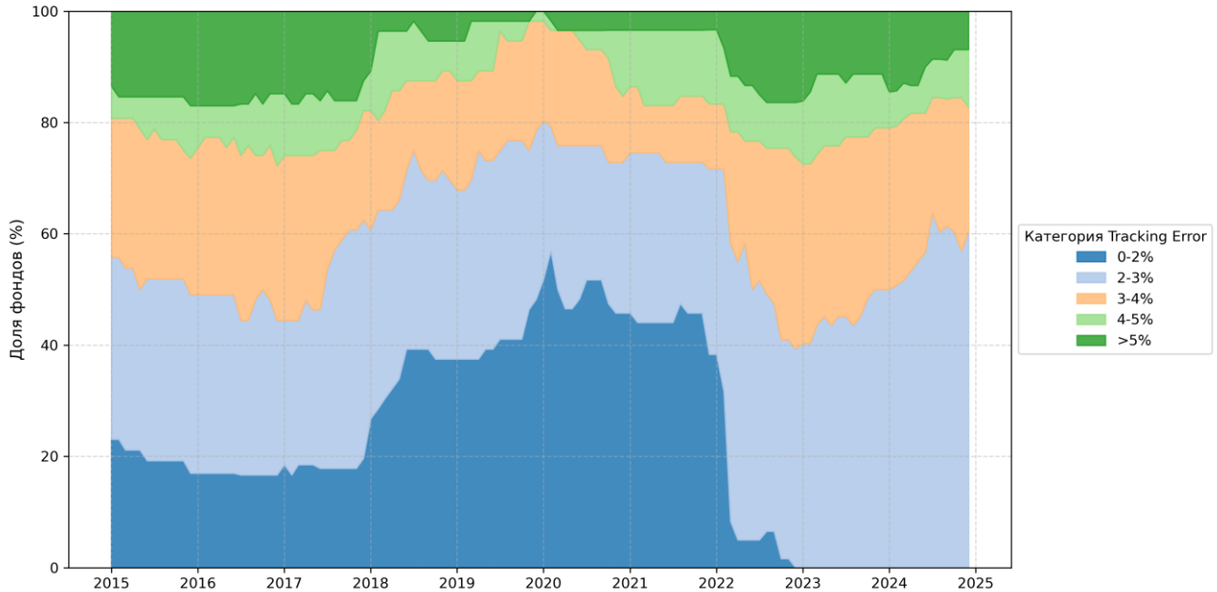
Структура данных



Распределение альфы



Распределение фондов по категориям Active Share на периоде выборки



Распределение фондов по категориям Tracking Error на периоде выборки

Классификация фондов по типам управления

Всего: 64 фонда

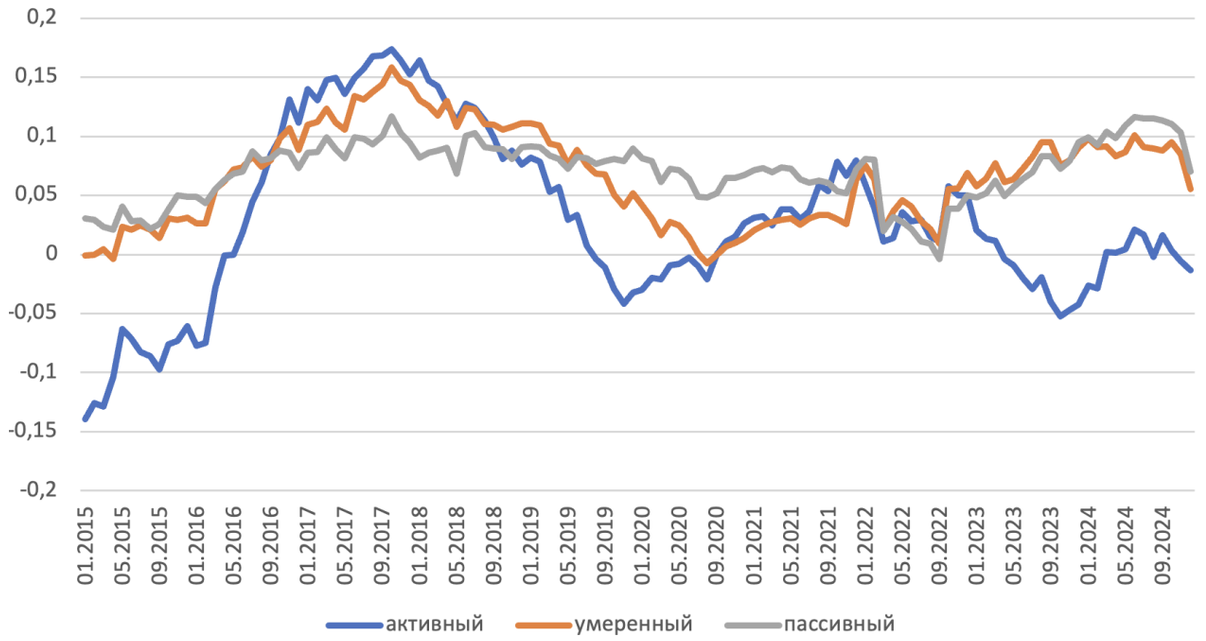
Активные фонды: Active Share > 80%, 60% < Active Share < 80% и Tracking Error > 5% (17 фондов)

Умеренные фонды: 60% < Active Share < 80% и Tracking Error < 5%, 50% < Active Share < 60% и Tracking Error > 3% (21 фонд)

Пассивные фонды: Active Share < 50%, 50% < Active Share < 60% и Tracking Error < 3% (26 фондов)

Active Share	Tracking Error (%)						
(%)	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	>5	Всего
90-100				1	3	5	9
80-90				2	3	2	7
70-80			4	2			6
60-70			10	4		1	15
50-60		1	9	1			11
40-50		3	2				5
30-40		2	1				3
20-30		3	2				5
10-20		3					3
0-10							0
Всего	0	12	28	10	6	8	64

Распределение количества фондов по средним AS и TE на периоде выборки



Динамика средней альфы по фондам в зависимости от типа управления

Гипотеза H1 о том, что большинство российских ОПИФ акций в среднем характеризуются активной стратегией управления **отвергается**

Результаты регрессионного анализа

Объясняемая переменная: альфа Дженсена											
	H_0	Индикатор отраслевой концентрации: ICI					Индикатор отраслевой концентрации: RICI				
Active Share	+	0,53***					0,67***				
Tracking Error	+		-1,15					0,47			
Active Fund	+			-0,22***					-0,15***		
Moderate Fund	+				0,04**					0,04**	
Passive Fund	-					0,02					0,01
ICI / RICI	+ / +	0,51***	0,78***	0,92***	0,76***	0,76***	0,41***	0,69***	0,84***	0,72***	0,70***
Fund Size	-	-0,01	-0,01	-0,02**	-0,01*	-0,02*	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Fund Age	-	0,01***	0,02***	0,02***	0,02***	0,02***	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***
Large Company	+	-0,03	-0,05	-0,05	-0,05	-0,04	-0,04	-0,05	-0,07**	-0,06*	-0,06*
HHI	-	-1,64***	-1,39***	-1,37***	-1,44***	-1,41***	-1,71***	-1,46***	-1,42***	-1,47***	-1,44***
Net Inflows	+	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***	-0,07***
GDP	+	-1,72***	-1,56***	-1,58***	-1,59***	-1,59***	-1,76***	-1,61***	-1,59***	-1,59***	-1,59***
Inflation	-	4,09***	4,13***	4,12***	4,10***	4,14***	4,12***	4,19***	4,19***	4,16***	4,19***
R^2		12,97	12,49	12,86	12,51	12,47	12,68	11,73	11,93	11,78	11,73

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Гипотеза H2 о том, что более высокая степень активного управления фондом положительно связана с его альфой **не отвергается**

Гипотеза H3 о том, что влияние активности на альфу является нелинейным и зависит от уровня активности фонда **не отвергается**

- Более зрелые фонды обладают опытом и более стабильными стратегиями
- Высокая концентрация портфеля связана с повышенными рисками и меньшей диверсификацией
- Значительные притоки капитала могут создавать сложности с эффективным управлением
- В периоды экономического роста сложнее превзойти рынок
- Нестабильность в условиях инфляции может создавать условия для активного управления

Результат исследования

Научный результат:

- Значительная часть российских фондов позиционируют себя как активные, хотя фактически ведет себя достаточно пассивно
- Более высокая активная доля портфеля фонда демонстрирует положительную связь с альфой. В то же время степень отклонения доходности фонда от бенчмарка не оказывает статистически значимого влияния на уровень альфы и поэтому не является ключевым фактором формирования дополнительной доходности
- Влияние активности на результативность фондов носит нелинейный характер, так как чрезмерно активные стратегии в российских условиях связаны с повышенными рисками и низкой доходностью
- Среди контрольных переменных значимое влияние на альфу оказывают возраст фонда, концентрация активов, притоки капитала, ВВП и инфляция. Положительное влияние индексов отраслевой концентрации подтверждает связь между более активным управлением и устойчивой альфой

Вывод:

- Необходима разработка прозрачного и общедоступного комплекса прокси-метрик активности управления фондом для частных инвесторов, поскольку она оказывает значимое влияние на его эффективность

Представленная в работе методика также может быть использована Банком России для формализации классификации стратегий ПИФов, что будет способствовать повышению прозрачности управления, улучшению раскрытия информации и усилению защиты интересов неквалифицированных инвесторов. Кроме того, она может служить инструментом для внедрения пропорционального надзора с учётом фактического риск-профиля фондов и степени отклонения их стратегии от заявленных параметров.

ПРЕЗИДЕНТСКАЯ
АКАДЕМИЯ

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

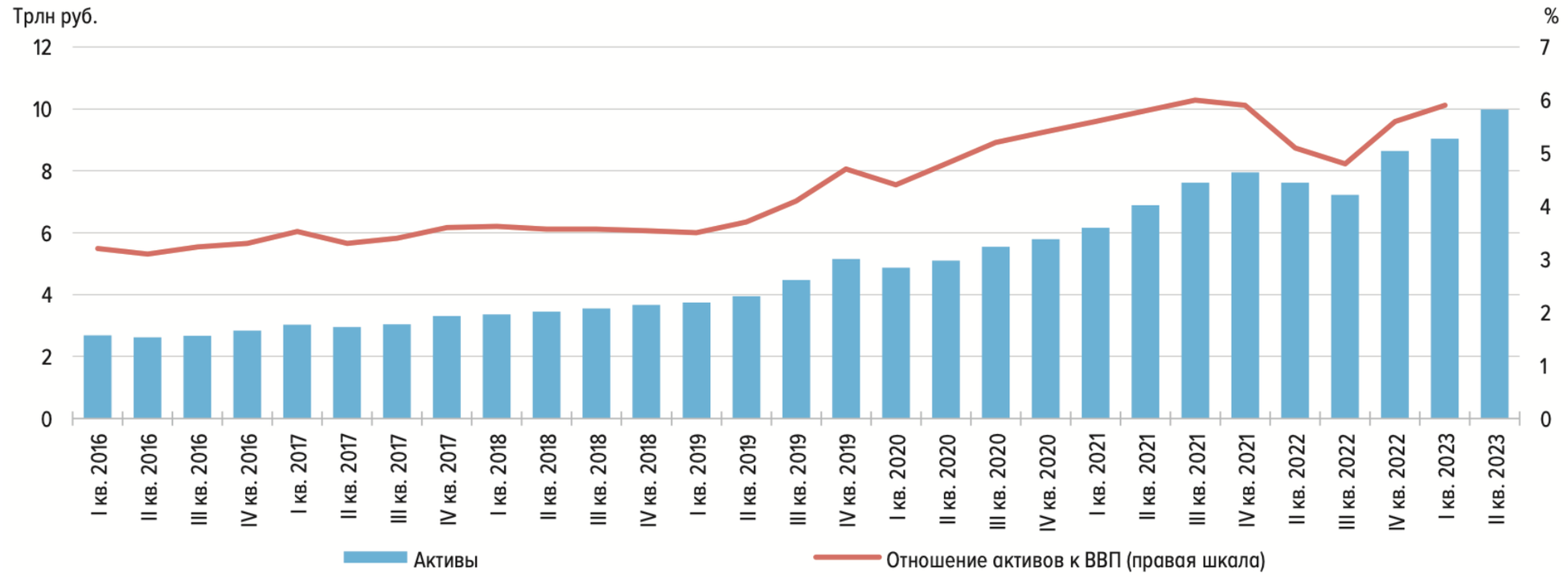
Москва, 2025

2025

РАНХиГС

Приложение 1. Рост интереса к коллективным инвестициям

ДИНАМИКА АКТИВОВ ПИФ



Источник: Банк России.

Приложение 2. Методология расчета альфы

Альфа Дженсена: $\alpha_{it} = R_{it} - [R_{ft} + \beta_{it}(R_{mt} - R_{ft})] + u_{it}$,

- где R_{it} – доходность фонда i в период t,
- R_{mt} – доходность индекса МосБиржи в период t,
- R_{ft} – безрисковая ставка в период t (среднемесячная доходность индекса RUGBITR5Y),
- α_{it} – альфа Дженсена, отражающая доходность фонда i в период t, превышающую ожидаемую доходность с учетом рыночного риска,
- β_{it} – бета фонда i в период t, отражающая рыночный (систематический) риск,
- u_{it} – ошибка модели

Метод скользящих окон (36 месяцев): для каждого фонда альфа Дженсена и бета рассчитываются на основе доходностей за предыдущие 36 месяцев. Затем окно сдвигается на один месяц вперёд, и параметры пересчитываются.

Основная идея модели: доходность портфеля может быть представлена как функция его систематического риска премии за рыночный риск. Альфа Дженсена позволяет измерить способность управляющего фонда обеспечивать доходность превышающую ожидаемую с учетом рыночного риска.

Если $\boldsymbol{\alpha_{it} > 0}$, это может свидетельствовать о способности управляющего генерировать доходность, превышающую рыночную с учетом риска, что трактуется как наличие прогностических способностей.

В случае, если $\boldsymbol{\alpha_{it} < 0}$, фонд не компенсирует инвесторам риск, и его эффективность ставится под сомнение.

Приложение 3. Используемые факторы в регрессиях

Название фактора	Обозначение	Ожидаемое влияние на альфу	Формула
Активная доля фонда	ActiveShare	+	$\frac{1}{2} * \sum_{k=1}^{N}$ |доля акций k в фонде– доля акций k в индексе|
Волатильность ошибки отслеживания	TrackingError	+	$StDev$(доходность фонда – доходность индекса)
Размер фонда	FundSize	-	log(стоимость чистых активов фонда)
Возраст фонда	FundAge	-	Возраст в годах
Принадлежность к крупной УК	LargeCompany	+	1 – (УК крупная), 0 – (в противном случае)
Индекс отраслевой концентрации	ICI	+	$\sum_{j=1}^{N}$ (доля акций отрасли j в фонде – доля акций отрасли j в индексе)2
Индекс относительной отраслевой концентрации	RICI	+	$\sum_{j=1}^{N}$ (доля акций отрасли j в фонде – средняя доля акций отрасли j по всем фондам)^2
Чистые притоки	NetInflows	+	$\frac{\text{Сумма чистых притоков капитала в фонд с лагом 1 год}}{\text{(СЧА фонда в начале скользящего окна)}}$
Индекс Херфиндаля-Хиршмана (концентрация активов)	HHI	-	Сумма квадратов долей акций в фонде
Активная / умеренная / пассивная стратегия	ActiveFund / Moderate Fund / PassiveFund	+ / + / -	1 – (активная/умеренная/пассивная стратегия), 0 – (в противном случае)
ВВП	GDP	+	Сумма месячных приростов с лагом 1 год
Инфляция	Inflation	-	Сумма месячных приростов с лагом 1 год