



Научный подход

Диверсификация и факторные стратегии на российском рынке акций

Информационно-аналитический материал
Выпуск № 5

О чем этот выпуск

На этот раз мы решили привлечь внимание к значительному потенциалу факторных стратегий инвестирования на российском рынке. Это стратегии преимущественно пассивного инвестирования в портфели акций, отбираемых на основании определенного критерия (размера компании, дивидендной доходности, оценки или ликвидности акций, структуры собственности компании и др.). Перед вами одно из первых публичных исследований на внутреннем российском рынке, рассматривающее преимущества факторных стратегий инвестирования на основе обширных эмпирических данных об акциях российских эмитентов.



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

Факторный подход активно применяется участниками рынка, поэтому одно из первых публичных исследований на эту тему, подготовленное на основе обширных эмпирических данных об акциях российских эмитентов, имеет в том числе практический интерес. Факторные стратегии усиливают эффекты диверсификации и позволяют эффективнее управлять портфелями на разных стадиях делового цикла. Такие стратегии могут помочь инвестировать в акции новых компаний на бирже без чрезмерных рисков.



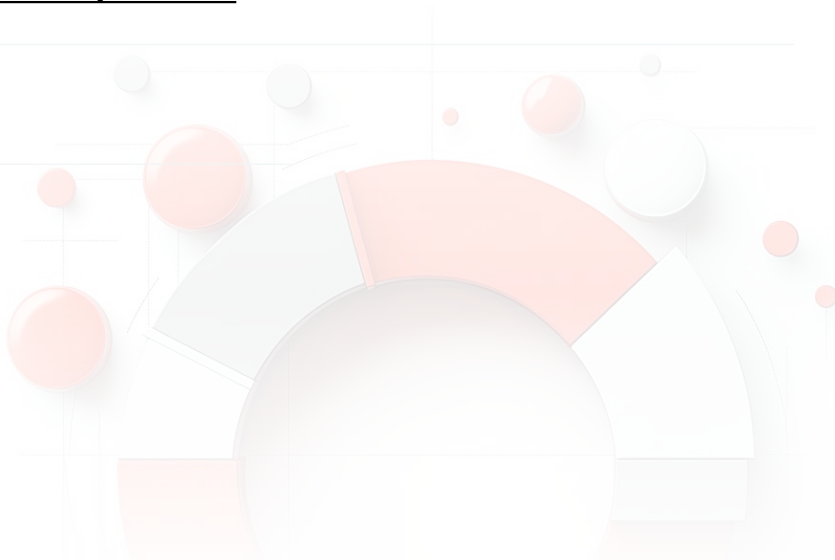
Александр Абрамов

заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС

В нашем исследовании на основе обширных эмпирических данных показан высокий потенциал факторных стратегий для российских инвесторов. За счет эффекта диверсификации и простого алгоритма отбора акций по критериям фундаментального анализа они позволяют не только переигрывать популярные фондовые индексы, но и сделать доступными вложения в акции новых растущих компаний для широкого круга инвесторов без переложения на них высоких рисков, характерных для отдельных эмитентов. Большая часть преимуществ таких стратегий сохраняется даже в секторе наиболее ликвидных акций при исключении третьего эшелона из рассмотрения. В отличие от многих стран сегодня факторные стратегии не столь активно применяются в России, но, уверен, их ждет большое будущее.

Содержание:

- Кратко о теории факторного инвестирования
- Описание выборки и методологии
- Доходность и риски в зависимости от размера компаний
- Доходность и риски в зависимости от стоимости и оценки компаний
- Доходность и риски в зависимости от динамики бумаг в прошлом
- Доходность и риски в зависимости от дивидендной доходности
- Доходность и риски в зависимости от структуры собственности компаний
- Преимущества факторных стратегий
- Выводы для инвестора
- Приложение



Кратко о теории факторного инвестирования

Одно из центральных мест в теории финансовых рынков занимает **модель ценообразования финансовых активов** (Capital Asset Pricing model, или CAPM), основанная на принципе равновесия между предполагаемой доходностью портфеля и инвестиционным риском. Она объясняет более высокую доходность одних акций по сравнению с другими повышенным значением риска.

Однако, как выявили многочисленные работы о ценообразовании акций, некоторые акции могут устойчиво показывать рост (или снижение) доходности выше (ниже) ожидаемой по равновесной модели. То есть на доходность акций могут влиять еще какие-то факторы. Так появилось **факторное инвестирование**. Его идея заключается в выявлении дополнительных переменных, влияющих на доходность и риски портфеля. Это могут быть, например, некоторые характеристики эмитентов, такие как размер или стоимость компаний. Эти факторы активно применяются в портфельных стратегиях крупнейших институциональных инвесторов. Создавать дополнительную доходность могут и факторы, связанные непосредственно с результатами торгов акциями: динамика в прошлых периодах, ликвидность сделок и прочие.

Сегодня исследователи насчитывают более 300 факторов¹, используемых в моделях ценообразования акций. Мы же рассмотрим наиболее популярные и актуальные для российского рынка переменные.

Описание выборки и методологии

Оценка факторных стратегий и премий производилась на данных о месячных ценах на все акции, входившие в листинг на любой из российских бирж с 2007 по 2024 год. Всего в выборке собраны исторические ряды по 891 выпуску акций российских компаний за этот период с учетом выбывших или объединенных бумаг. Из них 198 можно отнести к первому и второму уровням листинга. Так как классификация листинга на первый, второй и третий уровни возникла только после объединения бирж в Московскую Биржу в 2011 году, то более ранний исторический период был сопоставлен и приведен в соответствие с современной группировкой акций. Так, к акциям третьего эшелона отнесены ранее внесписочные акции, к акциям первого эшелона — акции уровней A1 и A2, а остальные — ко второму эшелону.

Факторные портфели, построенные по всей выборке и по выборке акций первого и второго уровней, сопоставлялись с основными бенчмарками: с индексами Московской Биржи (IMOEX — индексом курсовой доходности и MCFTTR — индексом МосБиржи общей доходности) и индексами облигаций (для государственных — индекс RGBI, для корпоративных — индекс Cbonds IFX). Все сравнения проводятся как по курсовой, так и по общей (с учетом дивидендов) доходности с 2007 по август 2024 года включительно. Подробнее о методологии построения факторных портфелей — [в приложении](#).

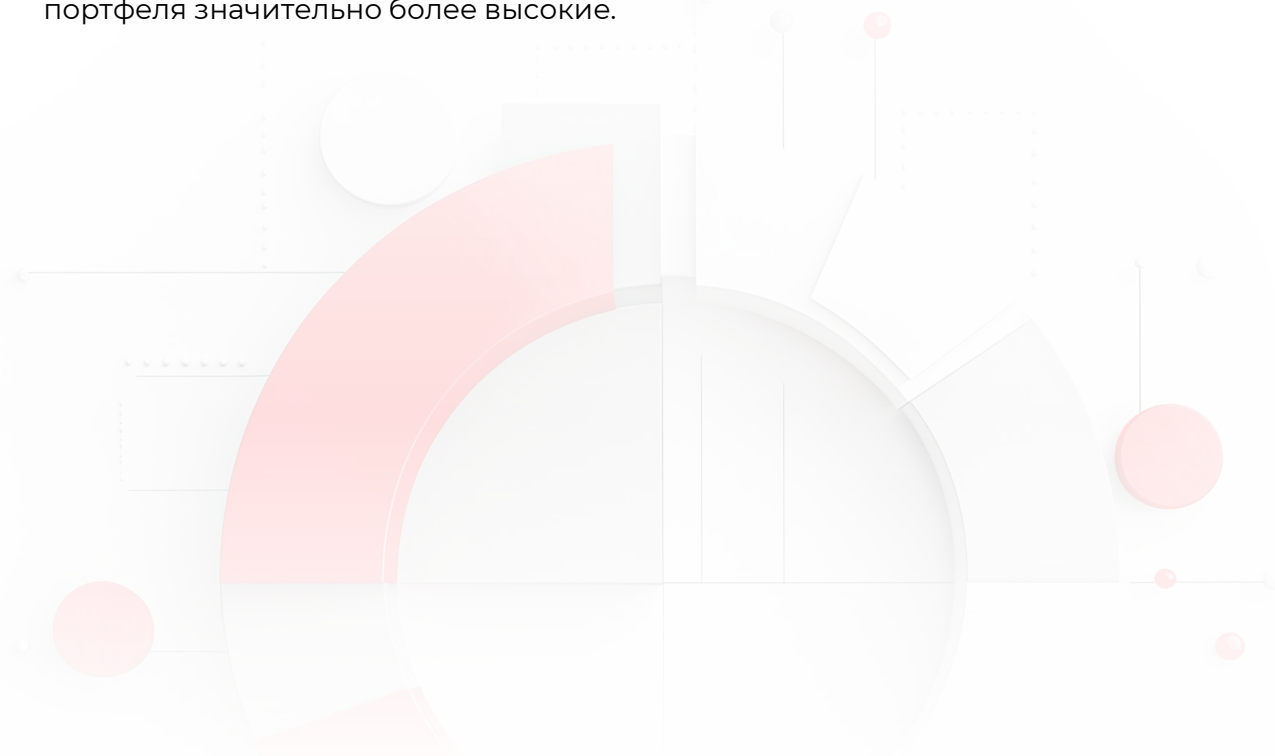
¹ Campbell H., Yan L., Heqing Z. (2016). ...and the cross-section of expected returns. The Review of Financial Studies, Vol. 29, Iss. 1, pp. 5–68.

Доходность и риски в зависимости от размера компаний

Фактор малых компаний, по многочисленным исследованиям, **является наиболее устойчивым** на всех рынках — от развитых до развивающихся. Во многом это следствие одной из самых интуитивно понятных премий за риск. К малым компаниям обычно относятся компании-новички. Отсюда высокая неопределенность в том, получится ли у них занять нишу на рынке и выйти на высокие темпы роста, способные принести инвесторам прибыли. Кроме того, среди малых компаний встречаются и эмитенты, оказавшиеся в ситуации резкого снижения капитализации из-за негативных событий в бизнесе, и непонятно, смогут ли они справиться с трудностями.

Специфика российского рынка — присутствие целого ряда малых компаний, информация по которым **почти не раскрывается**. Другая проблема — крайне низкая ликвидность: сделки с такими акциями могут проводиться всего несколько раз в год. В совокупности с малым количеством акций в обращении это делает их уязвимыми к манипуляциям, например, через социальные сети. Все перечисленные риски материализуются в повышенной премии за риск. Для инвесторов, особенно неквалифицированных, прямые вложения в такие бумаги, без сомнения, крайне рискованны. Однако при широкой диверсификации и включении в портфель всех или почти всех малых компаний появляется шанс на получение высокой доходности при умеренных рисках.

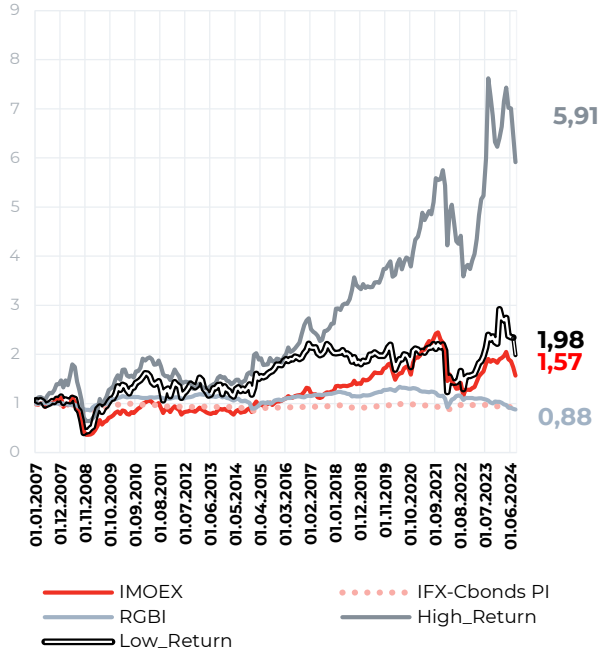
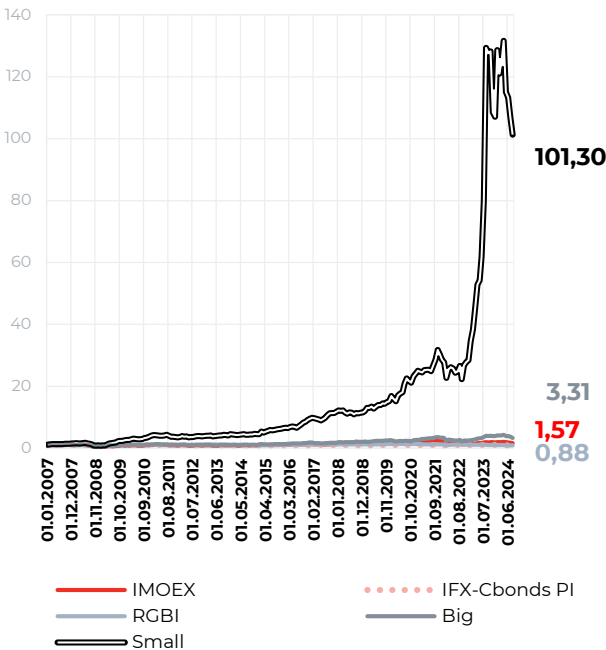
Как показал наш анализ, **премия малых компаний основана преимущественно на высокорисковых акциях третьего эшелона**. Успех малых компаний наиболее заметен на широкой выборке акций (таблица 1). Однако и показатели риска такого портфеля значительно более высокие.



При сужении выборки до первого и второго уровней листинга преимущество малых компаний над большими ожидаемо снижается, так как снижаются риски оставшихся эмитентов. С учетом крупных выплат дивидендов большими компаниями по общей доходности различия между портфелями появляются только с 2023 года (рисунок 1), что совпадает с активизацией социальных сетей и вовлечением неопытных инвесторов: усиленное внимание к ряду акций малых компаний привело к резкому и зачастую необоснованному росту их стоимости.

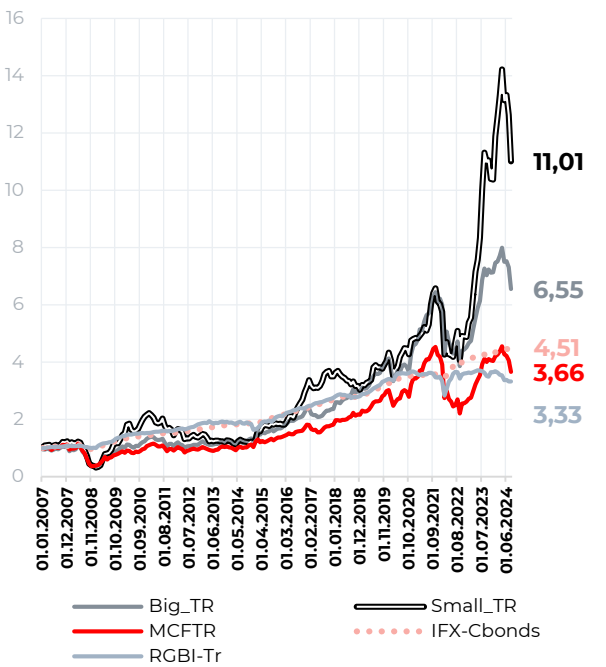
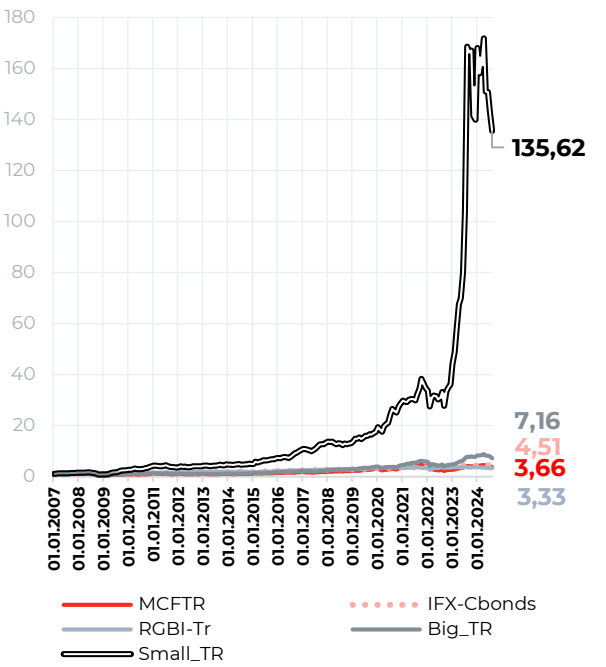
Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	Большие	23,62	7,01	20,58	11,31	24,49	9,44
	Малые	29,15	29,88	30,18	33,06	39,01	46,82
	Премия за размер		22,86		21,75		37,38
1–2-й уровни	Большие	24,71	6,36	20,96	9,70	24,54	7,29
	Малые	29,56	10,76	23,87	15,90	28,19	17,11
	Премия за размер		4,40		6,21		9,83
Общая доходность							
Бенчмарк	MCFTR	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	Большие	23,73	11,79	20,71	18,24	24,68	17,70
	Малые	29,19	32,04	30,24	35,70	39,06	51,05
	Премия за размер		20,25		17,46		33,34
1–2-й уровни	Большие	24,88	11,23	21,07	16,37	24,82	15,03
	Малые	29,72	14,54	24,20	21,85	28,61	25,51
	Премия за размер		3,32		5,48		10,47

Таблица 1 — Результативность стратегий, основанных на размере эмитента, % годовых



а) полная выборка; курсовая доходность

б) 1-2-й эшелоны; курсовая доходность



в) полная выборка; общая доходность

г) 1-2-й эшелоны; общая доходность

Рисунок 1 — Портфели по фактору размера компании, накопленная доходность, конец 2006 года = 1

Примечание: накопленное значение индекса малых компаний в полной выборке составляет 101,3 по курсовой доходности и 135,62 по общей

Доходность и риски в зависимости от стоимости и оценки компаний

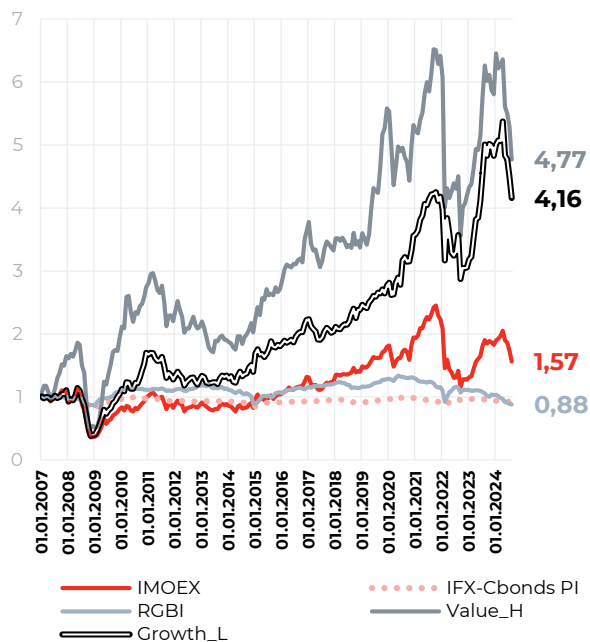
Факторы стоимости и рыночной оценки во многом схожи и также имеют серьезные фундаментальные основания. Первый фактор строится на показателе цены на акции компании, деленной на ее балансовую стоимость (Price/Book Value Ratio, P/B), а второй — на отношении цены на акции к чистой прибыли компании (Price/Earnings Ratio, P/E).

При делении **по показателю P/B выделяют акции роста и акции стоимости**. Последние отличаются наиболее низкими показателями P/B, за счет чего, как считается, такие акции могут потенциально быстрее вырасти в будущем. Однако, согласно нашим расчетам (рисунок 2), до 2022 года премию по курсовой доходности имели, скорее, акции роста. То есть высоко оцененные акции продолжали расти в цене. С 2022 года тенденция изменилась, и на длинном горизонте портфели показали схожие результаты. По общей доходности акции роста продолжают приносить премию.

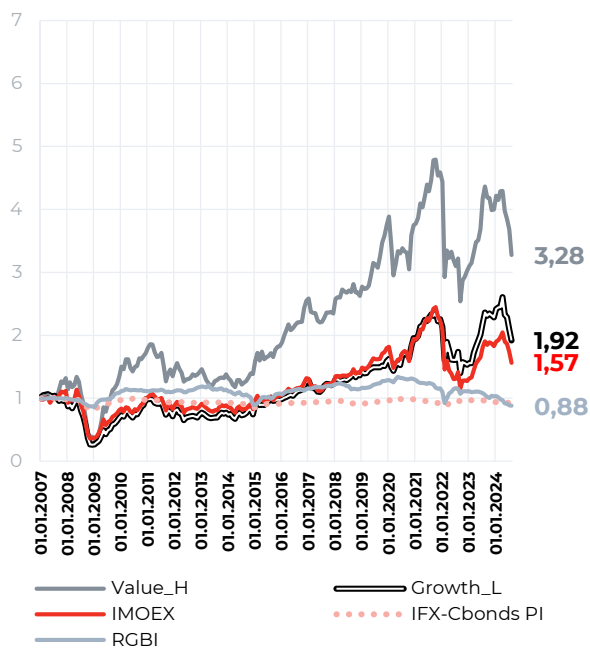
Если же сузить выборку акций до первого и второго уровней листинга, то проявляется премия акций стоимости. Особенно это заметно на длинном горизонте по курсовой стоимости — премия составила 3,19% годовых (таблица 2). После учета дивидендов различия почти пропадают. На более коротких горизонтах ожидаемые преимущества акций стоимости также не наблюдаются, однако эта тенденция, скорее, подтверждает то, **что факторные стратегии — это в первую очередь долгосрочные стратегии**.

Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	Роста	23,26	8,40	19,06	10,92	21,89	10,29
	Стоимости	29,72	9,25	22,14	8,77	26,46	6,30
	Премия за низкий P/B		0,84		-2,15		-3,98
1-2-й уровни	Роста	24,89	3,76	19,90	8,69	22,85	6,16
	Стоимости	28,58	6,95	22,02	8,23	26,37	3,99
	Премия за низкий P/B		3,19		-0,46		-2,17
Общая доходность							
Бенчмарк	MCFTR	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	Роста	23,39	14,13	19,22	19,22	22,11	19,51
	Стоимости	29,69	12,54	22,17	13,42	26,50	11,76
	Премия за низкий P/B		-1,58		-5,80		-7,75
1-2-й уровни	Роста	23,26	8,40	19,06	10,92	21,89	10,29
	Стоимости	29,72	9,25	22,14	8,77	26,46	6,30
	Премия за низкий P/B		0,84		-2,15		-3,98

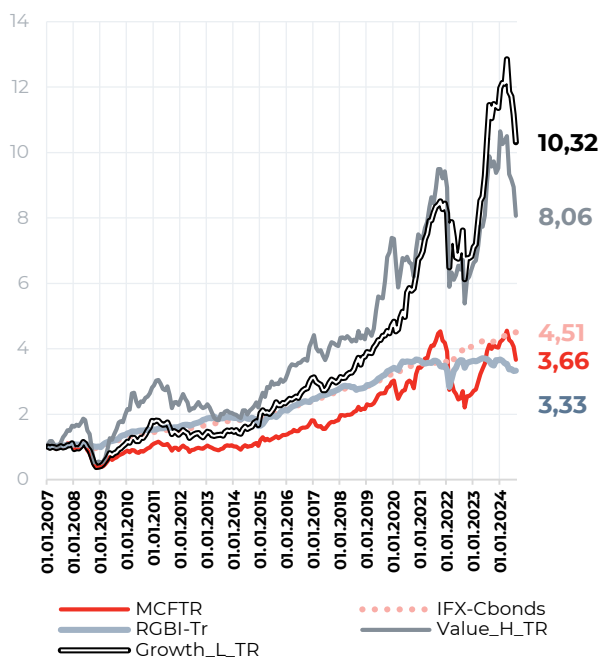
Таблица 2 — Результативность стратегий, основанных на стоимости (P/B), % годовых



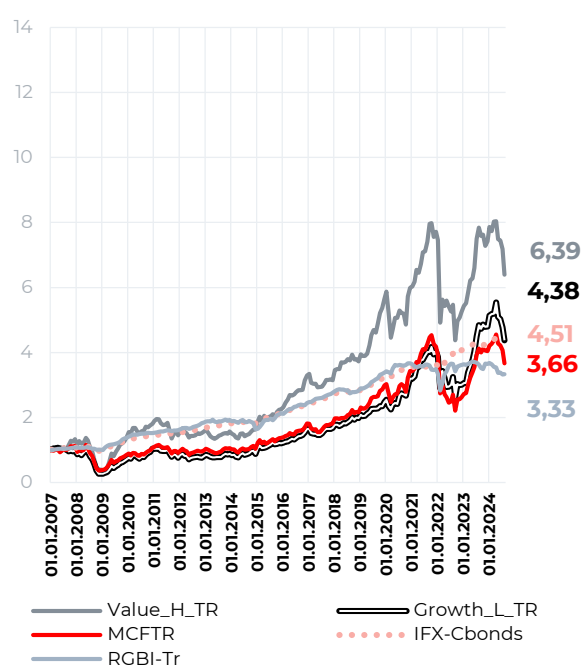
а) полная выборка; курсовая доходность



б) 1-2-й эшелоны; курсовая доходность



в) полная выборка; общая доходность



г) 1-2-й эшелоны; общая доходность

Value — акции стоимости, Growth — акции роста

Рисунок 2 — Портфели по фактору стоимости (P/B) компании, накопленная доходность, конец 2006 года = 1

По коэффициенту P/E наблюдается схожая ситуация (таблица 3). На всей выборке премия акций с низкой рыночной оценкой за полный период отсутствует, но на более коротких горизонтах (10 лет и 5 лет) она положительна, то есть инвесторы начали формировать корректную оценку этого риска. Другая тенденция характерна для акций первого и второго эшелонов — премия по общей доходности наблюдается у акций с низким P/E на всех горизонтах. Это позволяет говорить о том, что **на ликвидной части рынка оценка рисков происходит более корректно, а на внесписочной части — более хаотично.**

Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	Высокий P/E	25,90	8,22	21,24	10,08	25,07	7,68
	Низкий P/E	25,24	7,89	22,12	12,34	25,51	10,38
	Премия за низкий P/E		-0,33		2,25		2,70
1–2-й уровни	Высокий P/E	26,53	3,76	20,27	9,50	23,47	8,38
	Низкий P/E	26,54	8,25	21,06	9,41	23,88	6,77
	Премия за низкий P/E		4,49		-0,09		-1,60
Общая доходность							
Бенчмарк	MCFTF	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	Высокий P/E	25,97	13,17	21,34	16,99	25,21	14,96
	Низкий P/E	25,31	13,16	22,17	19,94	25,58	20,59
	Премия за низкий P/E		-0,02		2,96		5,63
1–2-й уровни	Высокий P/E	26,88	8,20	20,36	15,50	23,62	15,02
	Низкий P/E	26,52	13,68	21,00	16,96	24,05	15,86
	Премия за низкий P/E		5,48		1,46		0,84

Таблица 3 — Результативность стратегий, основанных на рыночной оценке (P/E), % годовых

Премии по обоим факторам на российском рынке крайне нестабильны, особенно на полной выборке. Другими словами, **отбирать бумаги автоматически только на основе стоимости недостаточно.** Для построения стратегии требуется отбор на основе множества фундаментальных характеристик компаний, как это делают умеренно активные фонды коллективных инвестиций.

Доходность и риски в зависимости от динамики бумаг в прошлом

Эффект инерции, или фактор моментума, заключается в следующем: то, что быстрее всего выросло недавно, еще какое-то время будет тоже расти быстро. Но обычно этот эффект носит краткосрочный характер и на более длинном горизонте сменяется эффектом реверса, то есть акции, подорожавшие быстрее всего, могут и падать сильнее остальных (это объясняется возвратом цен к среднему темпу роста).

Чтобы выяснить, работает ли эффект инерции на российском рынке, мы сформировали портфели из акций, которые росли быстрее других за последние 3 месяца. Портфель таких бумаг показал довольно высокие результаты (таблица 4). Они устойчиво переигрывают остальные акции для всех выборок и типов доходности. На самом долгосрочном периоде такие акции генерируют премию в 6,63% (10,00%) и 3,78% (6,99%) годовых по курсовой (общей) доходности для полной выборки и выборки акций первого и второго уровней соответственно. **Главный недостаток этой стратегии заключается в потребности часто корректировать состав портфеля**, что влечет высокие транзакционные издержки, которые не учитываются в рассматриваемых портфелях.

Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	Низкая доходность	30,36	3,95	27,18	3,58	33,33	1,66
	Высокая доходность	24,57	10,58	21,75	13,13	24,55	10,67
	Премия за эффект инерции		6,63		9,55		9,01
1–2-й уровни	Низкая доходность	27,32	4,23	23,63	5,52	27,83	1,13
	Высокая доходность	24,97	8,01	20,41	11,36	23,59	11,38
	Премия за эффект инерции		3,78		5,84		10,25
Общая доходность							
Бенчмарк	MCFTR	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	Низкая доходность	30,36	7,28	27,21	8,17	33,40	6,20
	Высокая доходность	24,79	17,28	22,09	23,28	25,08	24,85
	Премия за эффект инерции		10,00		15,11		18,65
1–2-й уровни	Низкая доходность	27,54	7,15	23,83	9,15	28,06	4,71
	Высокая доходность	25,05	14,14	20,45	20,20	23,90	22,53
	Премия за эффект инерции		6,99		11,06		17,83

Таблица 4 — Результативность стратегий, основанных на приросте стоимости акции в прошлом периоде, % годовых

Доходность и риски в зависимости от дивидендной доходности

Тестирование портфелей акций, формируемых по фактору дивидендной доходности, показало следующие результаты. По курсовой доходности портфели акций с высокой дивидендной доходностью на всех горизонтах проигрывали портфелям как акций с низкой дивидендной доходностью, так и акций без дивидендов. **Выплата высоких дивидендов приводит к более медленному росту капитализации компаний.**

По общей доходности ситуация более смешанная. Портфели акций с высокими дивидендами переигрывали портфели акций без дивидендов и, как правило, портфели акций с низкими дивидендами. Портфели акций без дивидендов показывали более высокую доходность, чем акции с низкой доходностью, лишь в случае расчетов на полной выборке акций; при сужении выборки до акций только 1-2-го уровней листинга наблюдалась обратная закономерность — акции без дивидендов проигрывали по доходности акциям с низкими дивидендами.

При этом все рассмотренные портфели акций с различным уровнем дивидендов обгоняли индекс МосБиржи по курсовой доходности и индекс MCFTF (индекс МосБиржи с учетом дивидендов) — по общей. Единственное исключение — портфель акций 1-2-го уровней листинга без дивидендов.

Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	Дивидендные акции	23,83	5,35	20,87	10,06	24,52	7,32
	Высокая дивидендная доходность	23,09	6,51	19,80	9,50	22,98	5,37
	Низкая дивидендная доходность	26,14	6,98	23,57	11,05	27,85	8,43
	Акции без дивидендов	23,89	11,07	20,41	13,75	25,52	13,42
	Премия акций без дивидендов		5,72		3,68		6,10
	Премия акций с высокой дивидендной доходностью		-0,47		-1,55		-3,07
1–2-й уровни	Дивидендные акции	24,81	5,90	20,93	8,72	24,41	5,00
	Высокая дивидендная доходность	24,76	3,65	20,25	5,84	23,22	1,02
	Низкая дивидендная доходность	26,13	7,17	22,58	11,47	26,48	6,84
	Акции без дивидендов	27,07	5,83	21,71	7,07	27,02	4,63
	Премия акций без дивидендов		-0,07		-1,65		-0,38
	Премия акций с высокой дивидендной доходностью		-3,52		-5,63		-5,82

Общая доходность							
Бенчмарк	MCFTR	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	Дивидендные акции	23,94	10,83	20,96	17,73	24,66	16,46
	Высокая дивидендная доходность	23,07	14,70	19,68	20,32	22,81	17,45
	Низкая дивидендная доходность	26,28	10,03	23,78	15,44	28,20	14,06
	Акции без дивидендов	23,94	11,64	20,49	14,69	25,65	15,24
	Премия акций без дивидендов		0,81		-3,04		-1,21
	Премия акций с высокой дивидендной доходностью		4,67		4,89		3,39
1-2-й уровни	Дивидендные акции	24,98	11,14	20,98	15,78	24,63	13,30
	Высокая дивидендная доходность	24,87	10,88	19,88	15,56	22,80	12,13
	Низкая дивидендная доходность	26,26	10,61	22,74	16,53	26,90	12,96
	Акции без дивидендов	27,09	7,10	21,79	8,71	27,14	6,42
	Премия акций без дивидендов		-4,04		-7,07		-6,88
	Премия акций с высокой дивидендной доходностью		0,27		-0,96		-0,82

Таблица 5 — Результативность стратегий, основанных на дивидендах, % годовых

Доходность и риски в зависимости от структуры собственности компаний

С учетом того, что среди крупнейших эмитентов много компаний с государственным участием (КГУ), мы предположили, что существует некоторая премия за риск, связанный с частными компаниями. Это обусловлено тем, что компании с государственным участием имеют более легкий и дешевый доступ к заемным средствам, могут рассчитывать на различные меры поддержки и, как правило, несколько отстают в скорости технологического развития от частных конкурентов. Опираясь на международные определения, мы относили к КГУ тех эмитентов, в капитале которых государство суммарно владеет пакетом акций в размере 10% и более.

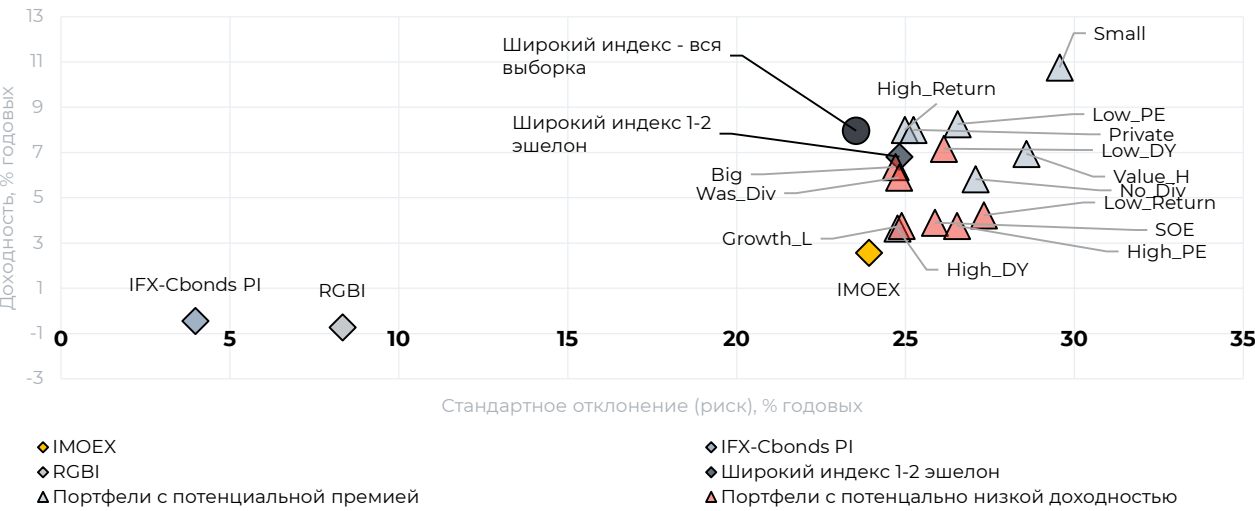
Действительно, **премия частных компаний оказалась одной из самых устойчивых** независимо от горизонта и выборки компаний. В первом и втором уровнях листинга выбор частных компаний позволяет получить премию порядка 4,96% годовых на длинном горизонте после учета дивидендов. При этом риски таких стратегий сопоставимы с рисками бенчмарка.

Тип		2007–2024		2014–2024		2019–2024	
		Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть	Риск	Дох-ть
Курсовая доходность							
Бенчмарк	IMOEX	23,91	2,57	20,34	5,33	23,70	2,00
Вся выборка	КГУ	25,56	4,51	22,46	9,98	27,14	7,68
	Частные	23,49	10,18	19,88	12,14	23,13	9,90
	Премия частных компаний		5,67		2,16		2,22
1-2-й уровни	КГУ	25,87	3,90	22,05	7,96	26,03	4,16
	Частные	25,23	8,00	20,32	10,85	23,33	8,36
	Премия частных компаний		4,10		2,90		4,20
Общая доходность							
Бенчмарк	МСFTR	24,07	7,62	20,65	12,08	24,27	9,76
Вся выборка	КГУ	25,73	8,88	22,70	16,51	27,51	15,84
	Частные	23,50	15,57	19,84	19,42	23,05	17,86
	Премия частных компаний		6,69		2,91		2,02
1-2-й уровни	КГУ	26,11	8,12	22,30	14,13	26,43	11,48
	Частные	25,31	13,07	20,32	17,56	23,35	15,93
	Премия частных компаний		4,96		3,43		4,45

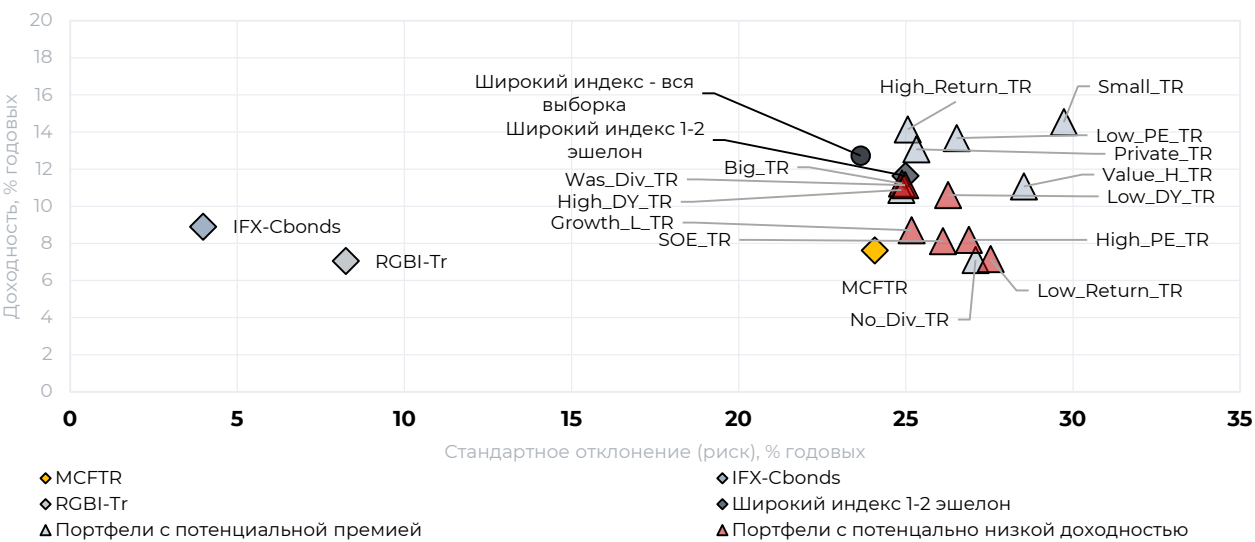
Таблица 6 — Результативность стратегий, основанных на структуре собственности, % годовых

Преимущества факторных стратегий

В результате можно составить некоторую карту рисков и доходностей при применении факторных стратегий на длинном временном горизонте (рисунок 3). Видно, что **и по курсовой, и по общей доходности большинство факторных стратегий превосходят бенчмарки**. Исключение составляют лишь отдельные стратегии (фактор инерции и дивидендной доходности) и только по общей доходности. Применение факторных стратегий также приводит к повышению рисков, но умеренному. Другими словами, использование большинства факторных стратегий дает возможность улучшить общее соотношение между риском и доходностью.



а) по курсовой доходности



б) по общей доходности

Рисунок 3 — Сводные карты риска и доходности факторных портфелей, оцененных по акциям первого и второго эшелонов, 2007 — август 2024 г., % годовых

Еще одно важное преимущество факторных стратегий — потенциал их применения на разных стадиях делового цикла. Тестирование факторов на российском рынке выявило контрцикличность некоторых стратегий в периоды падения рынка (периоды, когда месячная курсовая доходность индекса МосБиржи была менее -3%). К ним относятся портфели акций малых компаний, а также акций с высокими дивидендами и акций без дивидендов — их премия наиболее значительна при падении рынка.

К процикличным стратегиям среди ликвидных акций можно отнести премию акций стоимости и акций с низкой рыночной оценкой (факторы РВ и РЕ). Факторы инерции и частных компаний наиболее сильны в нейтральные периоды и периоды падения рынка.

	Премия	Рост рынка (более 3% в месяц)	Нейтральное движение рынка	Падение рынка (менее 3% в месяц)
По курсовой доходности				
SMB	Малый размер	0,257	0,22	1,16*
HML	Малый Р/В	1,276**	-0,089	-0,387
MOM	Большой прирост цены в прошлом	-0,001	0,431	0,252
DY	Высокую дивидендную доходность	-1,045**	-0,014	0,33
DIV	Отсутствие дивидендов	-0,537	-0,014	1,096
PRIV	Частные собственники	-0,069	0,541*	0,48
PE	Малый Р/Е	0,781*	0,136	0,067
По общей доходности				
SMB_TR	Малый размер	0,223	0,148	0,932*
HML_TR	Малый Р/В	1,092*	-0,086	-0,463
MOM_TR	Большой прирост цены в прошлом	0,195	0,643*	0,57
DY_TR	Высокую дивидендную доходность	-0,8*	0,227	0,828
DIV_TR	Отсутствие дивидендов	-0,836	-0,284	0,701
PRIV_TR	Частные собственники	-0,056	0,596*	0,575
PE_TR	Малый Р/Е	0,781*	0,199	0,186

Таблица 7 — Тестирование зависимости факторных премий от фазы рынка, п. п. в месяц, среднее, 2007 — август 2024 г.

* p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01; премии рассчитаны как ежемесячная разница в доходности парных факторных портфелей (например, SMB = доходность малых компаний - доходность больших компаний), а затем нормированы к стандартному отклонению в 10%.

Выводы для инвестора

- По курсовой и общей доходности большинство рассмотренных факторных стратегий превосходят бенчмарки с умеренным повышением рисков. Это говорит о большом будущем подобных стратегий на российском фондовом рынке.
- Факторные стратегии позволяют преодолеть чрезмерное сосредоточение инвестиций частных и институциональных инвесторов на ограниченном круге эмитентов и открыть возможности для привлечения инвестиций в акции новых, растущих компаний без перекладывания на инвесторов высоких рисков. Благодаря этому факторные инвестиции являются простым и эффективным способом не только улучшения благосостояния широкого круга внутренних инвесторов, но и финансирования реального процесса трансформации российской экономики.
- Финансовым организациям факторные стратегии позволяют расширить линейку финансовых инструментов с конкурентными показателями соотношения «доходность — риск», способствуя гармоничному росту внутреннего финансового рынка.

Приложение

Описание методологии факторных портфелей на рынке акций

Моделирование факторных стратегий на российском рынке можно разделить на ряд этапов.

Первый этап включает в себя сбор и подготовку данных, необходимых для классификации акций по факторным портфелям. Для каждого фактора подбирается единственный показатель, по которому затем все акции в выборке делятся на два портфеля. Относительно каждого портфеля (из двух) строится гипотеза о том, какое значение индикатора (высокое или низкое) может потенциально свидетельствовать о более высокой ожидаемой доходности. Основной принцип факторного инвестирования строится на предположении о том, что портфель с более высоким или низким значением индикатора (в зависимости от фактора) приносит большую доходность из-за содержания в нем акций с наибольшим риском. Принципы формирования факторных стратегий на портфели с более и менее высокой ожидаемой доходностью по разным индикаторам классификации акций показаны в таблице 8.

	Показатель для группировки акций	Ожидаемая доходность портфеля из акций	
		Выше	Ниже
Фактор размера	Капитализация в конце предыдущего квартала	Малые компании — обладают большим риском, так как включают в себя компании ранних стадий жизненного цикла или компании после значительного падения стоимости акций из-за негативных событий	Большие компании — наиболее устойчивые со значительной долей рынка в своей отрасли, менее рискованные с точки зрения будущих перспектив
Фактор стоимости	Коэффициент price-to-book-value (P/B) в конце предыдущего квартала	Акции стоимости — имеют низкую стоимость на бирже относительно номинальной стоимости собственного капитала. Компания или недооценена и имеет шансы на рост, или ее капитализация резко снижалась из-за негативных событий	Акции роста — имеют высокую капитализацию относительно номинальной стоимости собственного капитала, чаще в несколько раз больше. Чаще проявляется на фоне переоцененности акций, что ограничивает их рост в будущем
Фактор рыночной оценки	Коэффициент price-to-earnings (P/E) в конце предыдущего квартала	Акции с низким P/E — потенциально могут быть недооценены, могут иметь более высокие риски и большие будущие доходности	Акции с высоким P/E — потенциально могут быть переоценены, ограничен будущий рост стоимости акций
Фактор импульса (инерции)	Рост стоимости акции в прошлом периоде (квартале)	Winners — акции с наибольшим ростом стоимости в прошлом периоде. Считается, что по инерции тренд сохраняется и переносится на будущие периоды	Losers — акции с наименьшим ростом стоимости в прошлом периоде, которые, как ожидается, продолжат падать или отставать от рынка на краткосрочном горизонте

Фактор дивидендной доходности	Наличие выплаты дивидендов в прошлом году	Акции без дивидендов — при реинвестировании всей прибыли у компании потенциально имеются инвестиционные проекты и возможности развития, ожидается больший рост курсовой доходности при неопределенной общей доходности	Акции с выплатой дивидендов — отток денежных средств из компании при высоком коэффициенте выплат может говорить об ограниченных возможностях роста, а также о привлечении инвесторов при низком спросе на акции
	Суммарная дивидендная доходность в прошлом году	Акции с высокой дивидендной доходностью — обладают потенциально большей общей доходностью за счет дивидендов	Акции с низкой дивидендной доходностью — не компенсируют инвесторам премии по сравнению с акциями без дивидендов по общей доходности
Фактор собственности	Доля государства в акционерном капитале прямо и косвенно превышала 10% в прошлом году	Частные компании — имеют большие риски, меньшую поддержку государства, но больший потенциал технологического развития и эффективности деятельности	Компании с государственной собственностью (КГУ) — имеют большую доступность привлечения капитала и меньшие риски

Таблица 8 — Принципы формирования факторных стратегий на портфели с более и менее высокой ожидаемой доходностью по разным индикаторам классификации акций

На втором этапе выполнялось ранжирование выбранного для каждого фактора показателя по всей выборке акций (а также отдельно только по выборке акций первого и второго уровней) на децили (10 равных по численности групп акций). Периодичность сортировки акций и, соответственно, предполагаемой перебалансировки портфеля различается.

Например, факторы размера, стоимости, а также рыночной оценки подлежат пересчету ежеквартально. Для фактора стоимости и рыночной оценки в полной выборке отбрасывается 40% средних по значению показателя акций. Например, в портфель акций стоимости вошли бумаги, у которых коэффициент Р/В находится ниже 30%-ной квантили среди всех коэффициентов компаний, имеющих заполненные данные за этот квартал. Однако для 1–2-го уровней листинга используется деление по медиане всех акций из-за сокращения выборки.

Фактор импульса сам по себе имеет очень краткосрочную фазу действия и требует перебалансировки портфелей наиболее часто, а именно — каждый месяц.

Факторы дивидендов, дивидендной доходности и структуры собственности в силу своей специфики пересматриваются только один раз в год.

При расчете доходности факторных портфелей применялось взвешивание по капитализации, как и в классических индексах, а также ограничение на максимальный допустимый вес одного эмитента в портфеле. Для всей выборки в силу сокращенного числа акций в ранние исторические периоды применяется максимальный вес 30%, однако расчет факторных портфелей по первому и второму уровням листинга выполнялся по сокращенному горизонту и с пределом 15% на одного эмитента.

Особенности построения факторных портфелей представлены в таблице 9.

	Показатель для группировки акций	Пересмотр портфеля	Отбор акций	Предел концентрации
Фактор широкого рынка	Вся выборка	Раз в месяц	Все	15%
Фактор размера	Капитализация в конце предыдущего квартала	Раз в квартал	50%/50%	30%***
Фактор стоимости	Коэффициент price-to-book-value (PB) в конце предыдущего квартала	Раз в квартал	30%/30% **	30%***
Фактор рыночной оценки	Коэффициент price-to-earnings (PE) в конце предыдущего квартала	Раз в квартал	30%/30% **	30%***
Фактор импульса (инерции)	Рост стоимости акции в прошлом периоде (квартале)	Раз в месяц	30%/30% **	30%***
Фактор дивидендной доходности	Наличие выплаты дивидендов в прошлом году	Раз в год	-	30%***
	Суммарная дивидендная доходность в прошлом году	Раз в год	50%/50%	30%***
Фактор собственности	Доля государства в акционерном капитале прямо и косвенно превышала 10% в прошлом году	Раз в год*	-	15%

Таблица 9 — Особенности построения факторных портфелей

* если в листинге внутри одного календарного года появляется новая компания, то она добавляется в портфель сразу же, как только появляются данные о структуре ее собственности; ** для всей выборки отбрасывается 40% средних по значению показателя акций, однако для 1–2-го уровней листинга используется пропорция 50%/50% из-за сокращения выборки; *** 30% применяется в том числе для исторического периода, на котором крайне усеченная выборка, несущественно меняет результаты, однако для 1–2-го эшелонов используется предел концентрации 15% по всем факторам.

Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны: +7 495 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Internet по адресу: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.