

Действительно ли умная бета-версия умна?

БЕРТОН Г. МАЛКИЭЛ

БЕРТОН Г. МАЛКИЭЛ
химический банк
профессор председателя
Заслуженный экономист
в Принстонском университете в
Принстоне, штат Нью-
Джерси. bmalkiel@princeton.edu

стратегия управления портфелем
называется умной бета-версией. С запоминающимся
Существует название и обещание

улучшить производительность
портфеля, стратегия уже привлекла
сотни миллиардов долларов и растет как на дрожжах
К сожалению, умные бета-портфели не всегда показывают
лучшие результаты, а когда они действительно дают
привлекательные результаты, они проваливают тест на
риск¹.

ЧТО ТАКОЕ УМНАЯ БЕТА?

Не существует общепринятого определения
умных бета-стратегий. Большинство людей,
использующих этот термин, имеют в виду, что может
быть возможно достичь доходности выше
рыночной, используя различные относительно
пассивные инвестиционные стратегии, которые
предполагают не больший риск, чем можно было бы
предположить, инвестируя в недорогой общий
фондовый рынок. индексный фонд, бета которого по
определению равна единице. Они заявляют, что не
обязательно быть специалистом по выбору акций,
как большинство активных менеджеров, чтобы быть в состоянии
Скорее, вы можете управлять относительно пассивным (с
низким оборотом) портфелем, чтобы более надежно
достигать хороших результатов, не принимая на себя
никакого дополнительного риска. И вы можете сделать это
за плату значительно ниже той, которую взимают активные менеджеры.

Хитрость заключается в том, чтобы наклонить (или разнообразить)
портфель в каком-либо направлении, например, стоимость по сравнению
с ростом, более мелкие компании по сравнению с более крупными,
относительно сильные акции по сравнению со слабыми и акции с низкой
волатильностью по сравнению с акциями с высокой волатильностью.
Другие наклоны или ароматы, которые были

надлежащим образом включаются включают качество (включая такие
атрибуты, как стабильный рост продаж и прибыли и
низкий уровень заемных средств), прибыльность,
высокие дивиденды и ликвидность. Так же, как
хорошая кулинария смешивает несколько пищевых
вкусов, некоторые интеллектуальные бета-портфолио
смешивают два или более ароматов вместе. Есть
портфели, сочетающие в себе стоимость и небольшой
размер, а также те, которые сочетают в себе несколько
вкусов, упомянутых выше. Причем все это можно
осуществить без увеличения ожидаемой
волатильности (бета-уровня) смарт-бета-портфеля.

Умные бета-стратегии связаны с
многофакторными моделями ценообразования
активов. Если предположить, что бета модели
ценообразования капитальных активов (CAPM)
является неполной мерой риска, перечисленные
выше наклоны или вкусы можно рассматривать как
дополнительные факторы риска. Например,
если вы наклоняете портфель в сторону более мелких
компаний, инвестор делает ставку на то, что премия
за риск, доступная для более мелких компаний,
может повысить доходность. Здесь, конечно,
интерпретация умной беты заключается в том, что
это метод повышения доходности за счет принятия на себя доп.

ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЙ КЕЙС ДЛЯ ФАКТОРА НАКЛОН

Стоимостные акции должны быть одобрены
Акции роста

В 1934 году Дэвид Л. Додд и Бенджамин Грэм опубликовали манифест для инвесторов, который привлек множество сторонников, в том числе легендарного Уоррена Баффета. Они утверждали, что ценность побеждает со временем. Чтобы найти ценность, инвесторы должны искать акции с низким соотношением цена/прибыль и низкими ценами по отношению к балансовой стоимости. Ценность основана на текущих реалиях, а не на

прогнозы будущего роста. **Полученная теория согласуется с мнением бихевиористов о том, что инвесторы**

склонны быть слишком самоуверенными в способности прогнозировать высокий рост прибыли и, таким образом, переплачивать за акции роста (см. Kahneman and Riepe [1998]).

Имеются некоторые свидетельства того, что портфель акций с относительно низкими мультипликаторами прибыли (а также низкими мультипликаторами балансовой стоимости, денежного потока и/или объема продаж) обеспечивает доходность выше средней даже после поправки на риск, измеряемый Моделью ценообразования основных средств. Например, когда формируются десять групп акций одинакового размера, ранжированных по их отношениям P/E, доходность, как правило, выше для групп с самым низким P/E.

Другой предсказуемой моделью доходности является соотношение между отношением цены акции к ее балансовой стоимости (стоимости активов компании, отраженной в ее бухгалтерских книгах) и ее более поздним доходом. Акции, которые продаются по низкому соотношению цены к балансовой стоимости, как правило, приносят более высокую доходность в будущем. Эта закономерность, по-видимому, справедлива как для фондовых рынков США, так и для многих зарубежных фондовых рынков, как показали Фама и Френч [1992, 1997].

Конечно, акции с низким мультипликатором P/E и низким соотношением цены к балансовой стоимости (P/BV) могут отражать факторы риска, которые учитываются рынком. Компании, испытывающие финансовые затруднения, скорее всего, будут продавать по низким ценам по сравнению с прибылью и балансовой стоимостью. Например, крупные финансовые центры, такие как Citigroup и Bank of America, в 2009 г. продавали по ценам значительно ниже их объявленной балансовой стоимости, когда казалось, что эти учреждения вполне могут быть переданы правительству, а акционерный капитал уничтожен.

Эффект маленькой фирмы

Еще одна закономерность, обнаруженная академическими исследователями в доходности акций, заключается в том, что в течение длительных периодов времени акции небольших компаний приносят большую прибыль, чем акции крупных компаний (см. Keim [1983]). С 1926 года, по данным Ibbotson Associates, акции небольших компаний в Соединенных Штатах приносили доход примерно на два процентных пункта выше, чем доходность акций крупных компаний. Фама и Френч [1992] предоставили перекрестную поддержку этой гипотезе. Они разделили запасы на децили в зависимости от их размера. Они обнаружили, что дециль 1, 10% акций с наименьшей общей капитализацией, дает самую высокую норму прибыли, тогда как дециль 10, акции с наибольшей капитализацией, дают самую низкую норму прибыли. Более того, небольшие фирмы имели тенденцию превосходить более крупные фирмы с теми же уровнями бета-тестирования.

Опять же, мы должны помнить, что небольшие фирмы могут быть более рискованными, чем крупные фирмы, и заслуживают того, чтобы давать инвесторам более высокую норму прибыли. Таким образом, даже если эффект малых фирм сохранится в будущем, такой вывод не нарушит эффективность рынка. Вывод о том, что акции малых компаний превосходят акции более крупных компаний с поправкой на риск, зависит от того, как измеряется риск. Бета, мера риска, обычно используемая в исследованиях, обнаруживающих избыточную прибыль от малых фирм, может быть неполной мерой риска. Мы не можем различить, действительно ли ненормальная доходность является результатом неэффективности или же она возникает из-за неадекватности нашей меры риска. Более высокая прибыль для небольших компаний может быть просто необходимой наградой для инвесторов за принятие на себя большего риска.

Импульс и возврат к среднему

Самая ранняя эмпирическая работа по поведению цен на акции, относящаяся к началу 1900-х годов, показала, что последовательность случайных чисел имеет тот же вид, что и временной ряд цен на акции (см. Bachelier [1900] и Cootner [1964]). Но хотя самые ранние исследования подтверждают общий вывод о случайности, более поздняя работа показала, что модель случайного блуждания не совсем верна (см. Lo and MacKinlay [1999]). Некоторые закономерности, по-видимому, существуют в развитии цен на акции. В течение коротких периодов удержания есть некоторые признаки импульса

на фондовом рынке. Рост цен на акции с большей вероятностью будет сопровождаться дальнейшим ростом, чем снижением цен. Для более длительных периодов удержания, по-видимому, присутствует возврат к среднему значению. Когда в течение нескольких месяцев или лет наблюдается значительный рост цен, за таким ростом часто следует резкий разворот (см. Jegadeesh and Titman [1993, 2001]).

Было предложено два возможных объяснения существования импульса: первое основано на поведенческих соображениях, второй — по вялой реакции на новую информацию. Шиллер [2000] подчеркивал наличие психологического механизма обратной связи, придающего определенный импульс ценам акций, особенно в периоды крайнего энтузиазма. Индивидуумы видят рост цен на акции и втягиваются в рынок в своего рода эффекте побеждающей стороны. Второе объяснение основано на том аргументе, что инвесторы не корректируют свои ожидания сразу же после появления новостей, особенно новостей о доходах компаний, которые превосшли (или не оправдали) ожидания. Некоторые исследователи обнаружили, что аномально высокие доходы следуют за неожиданными положительными доходами, поскольку рыночные цены реагируют на информацию о доходах лишь постепенно (см. Rendleman et al. [1982]).

Другие исследования зафиксировали отрицательную серийную корреляцию — то есть развороты доходности — в течение более длительных периодов удержания. Значительную часть вариации доходности за длительный период владения можно предсказать с точки зрения отрицательной корреляции с доходностью в прошлом. Некоторые исследования объясняют эту предсказуемость склонностью цен на фондовом рынке к чрезмерной реакции. Они утверждают, что инвесторы подвержены волнам оптимизма и пессимизма, которые заставляют цены систематически отклоняться от их фундаментальных значений, а затем возвращаются к среднему.

Они предполагают, что такая чрезмерная реакция на прошлые события согласуется с поведенческими факторами, когда инвесторы систематически чрезмерно уверены в своей способности прогнозировать либо будущие цены на акции, либо будущие доходы корпораций (см. Hong and Stein [1999] и Kahneman and Riepe [1998]).

Низкая волатильность может приносить высокую прибыль

Согласно модели ценообразования капитальных активов, риск и доход связаны с коэффициентом бета, мерой относительной волатильности (или недиверсифицируемого риска) любой акции или портфеля. Чем выше бета (риск) любой акции или портфеля, тем выше должен быть доход. Однако эмпирическая поддержка теории слаба. Портфолио с высоким бета

не дают более высокой доходности, чем низкобета. Соотношение между бета-версией и доходностью относительно плоское как в Соединенных Штатах, так и во всем мире.

Инвесторы могут использовать этот факт для создания различных портфельных стратегий «ставки против бета» (см. Asness et al. [2012] и Frazzini and Pederson [2011]). Например, предположим, что портфели с очень низким бета-коэффициентом имеют коэффициент бета, равный ½ (они в два раза менее волатильны, чем портфель с широким рынком), но приносят такую же доходность, как и рынок, который по определению имеет коэффициент бета, равный единице. Предположим, рыночная доходность составила 10%. Покупая портфель с низкой бетой на марже (вкладывая 50 центов за каждый доллар рыночной стоимости), инвестор может удвоить бету и удвоить доходность

портфель с низкой бета-версией. В качестве альтернативы инвестор может купить (открыть длинную позицию) 10% акций с наименьшей волатильностью и продать без покрытия 10% акций с самой высокой волатильностью.

Смешанные вкусы и стратегии

Размерный фонд консультантов фондов. Размерный

Fund Advisors (DFA) предлагает взаимные фонды, продаваемые через инвестиционных консультантов. Фонды формируются путем количественного отбора акций на основе критериев стоимости и размера Фама-Френча. Например, фонд стоимости малых капиталовложений DFA (DFS VX) представляет собой портфель акций малых капиталов с наклоном в сторону стоимости, предназначенный для учета эффектов как размера, так и стоимости. Работа Фама-Френча предполагает, что эффекты существуют не только в Соединенных Штатах, но и во всем мире. Таким образом, DFA предлагает международные фонды, а также отечественные. DFA также заявляет, что может также добавлять в свои портфели другие ароматы, такие как качество, когда того требуют условия.

Фундаментальные индексы РАФИТМ. Фирма Research Affiliates разработала как внутренние, так и международные портфели на основе индексов с товарными знаками, которые, по их мнению, значительно превосходят стандартные индексы, взвешенные по капитализации. RAFI ETF PRF взвешивает акции в индексе Russell 1000 не по общей капитализации, а по их «экономическому следу».

RAFI Fundamental Index™ взвешивает каждую акцию по фундаментальным показателям стоимости, таким как объем продаж, прибыль, балансовая стоимость и т. д., а не по капитализации.

Фактически, процедуры RAFI склоняют портфолио к тем же факторам стоимости и размера, которые

присутствует в других смарт бета. Рассмотрим две компании с одинаковой прибылью, но компания А продает в 25 раз больше прибыли, а компания Б продает в 12½ раз больше прибыли.

инг. При взвешивании по капитализации компания А получает вдвое больший вес, чем компания Б. При фундаментальном индексировании они оба получают одинаковый вес. Таким образом, стоимостные акции (с низким P/E) и акции с малой капитализацией имеют избыточный вес по сравнению с их весами в стандартных индексах, взвешенных по капитализации.

Равновзвешенные индексы. Как следует из названия, эти портфели придают равный вес всем акциям, включенным в индекс. Как и в случае с портфелем RAFI, эта процедура вводит как размер, так и изменение стоимости ETF.

Доступны инвестиционные портфели, которые отражают различные наклоны, перечисленные выше. Есть стоимость и рост, а также фонды с малой и большой капитализацией и ETF. Существуют портфели, предназначенные для захвата эффектов импульса и низкой волатильности. Существуют также портфели, в которых используется несколько наклонов, например, портфели с одинаковым весом и портфели, предлагаемые исследовательскими филиалами (RAFI) и Dimension Fund Advisors (DFA). Существуют даже портфели, разработанные одновременно для учета всех тильтов, которые были предложены для повышения эффективности портфеля.

Некоторые умные бета-фонды за свою историю приносили прибыль выше рыночной. Но даже эти портфели не могут быть разумными инвестициями.

ОЦЕНКА SMART BETA

Все интеллектуальные бета-стратегии представляют собой активное управление, а не индексирование. Взвешенные по капитализации портфели — это рынок. Если вы считаете, что подмножество ценных бумаг принесет вам более высокую доходность, вы рассчитываете на некоторых «тупых» инвесторов, которые будут держать портфели с более низкой доходностью. Некоторые умные сторонники бета-версии были

довольно откровенно намекая на то, кем могут быть эти тупые инвесторы. Они утверждают, что инвесторы в традиционные индексные фонды капитализации являются тупыми бета-инвесторами, поскольку, владея широким индексом, они будут владеть рядом переоцененных акций роста. Но этот аргумент должен быть ложным. Обладатель широкого индекса

фонд по определению достигнет средней доходности по рынку. Если умные бета-фонды приносят доход выше среднего, это не может происходить за счет инвесторов традиционных индексных фондов — это должно происходить за счет всех активных менеджеров, не владеющих рыночным портфелем.

- В той мере, в какой умные бета-фонды действительно приносят избыточную прибыль, это, скорее всего, связано с тем, что они берут на себя более высокие риски. С наклоном в одну сторону

или другой, небольшой размер, например, инвесторы, будут менее диверсифицированы и подвержены большему риску, чем те, кто связан с широким рыночным портфелем.

Менеджеры, такие как DFA, с готовностью признают, что все более высокие доходы, которые могут генерировать такие фонды, являются просто компенсацией за принятые на себя дополнительные риски.

За всю свою историю все доходности портфеля RAFI Fundamental Index™, превышающие рыночные, были достигнуты в 2009 году, когда акции банков были переоценены, и почти 15% портфеля было инвестировано в две акции, Citigroup и Bank of America. Ставка сработала, но была, безусловно, рискованной, потому что было неясно, будут ли банки избегать

национализация и «обнуление» акционеров банков. Умные бета-портфели могут не иметь высоких коэффициентов бета, но они сопряжены со значительным риском. • Когда смарт-бета-портфели оцениваются с помощью многофакторных моделей риска (таких как трехфакторная модель Фама-Френча или ее расширения), обычно обнаруживается отсутствие избыточной производительности с поправкой на риск. Интеллектуальные бета-портфели не создают альф.

- Умные бета-фонды требуют периодической ребалансировки. Например, для того чтобы фонд с одинаковым весом сохранил свой равный вес, акции, которые выросли больше, чем в среднем, должны быть урезаны. На растущем рынке торговля включает транзакционные издержки и краткосрочные налоги на прирост капитала. Умные бета-фонды и ETF также несут значительно более высокие расходы на управление, чем традиционные индексные фонды, взвешенные по капитализации.

- Все смарт-бета-портфолио долгое время не работали. Имеются значительные свидетельства возврата к среднему значению, и периоды избыточной производительности часто сменяются периодами неудовлетворительных результатов. • Взаимные фонды (и фонды, торгуемые на бирже (ETF)), предназначенные для получения импульса и эффектов низкой беты, не продемонстрировали превосходной эффективности за свою короткую историю. Часто результаты в реальных деньгах отличаются от смоделированных.

в академических исследованиях.

- Будут ли умные бета-стратегии работать хорошо в будущем, в решающей степени зависит от рыночных оценок, существующих на момент реализации стратегии. Стратегии создания ценности показали себя чрезвычайно хорошо после выхода из интернет-пузыря, когда акции высокотехнологичных компаний стоили чрезвычайно дорого.

по отношению к стоимостным акциям. Точно так же акции малых компаний особенно хорошо себя чувствовали, когда их цена была ниже, чем у акций крупных компаний. В частности, по мере того, как эти стратегии становятся все более популярными, акции, на которые опираются эти методы, станут более дорогими, и результаты могут оказаться разочаровывающими. Ни одна стратегия не будет эффективной независимо от оценочных отношений. • Наконец, многие умные бета-ETF

обходятся дороже при покупке и продаже, чем их традиционные собратья, взвешенные по капитализации. Обычные индексные фонды, такие как фонды S&P 500, торгуются по ценам, практически равным стоимости их чистых активов, потому что любые различия, как правило, быстро устраняются арбитражем. Многие смарт-бета-ETF следуют нестандартным индексам, которые

от них сложнее застраховаться. Следовательно, их цены с большей вероятностью отклоняются от справедливой стоимости и часто торгуются со значительной надбавкой или дисконтом к стоимости их базовых активов.

Более того, успешные смарт-бета-фонды, предлагаемые DFA, можно приобрести только у инвестиционных консультантов, добавляя дополнительный уровень комиссий.

ЗАПИСИ SMART BETA ФОНДЫ И ETFS

Фактические данные об умных бета-портфелях, работающих с реальными деньгами, в целом не повторяют результаты, предложенные академическими исследованиями. Например, исследование доходности взаимных фондов по стоимости и

мандаты роста, начавшиеся в середине 1930-х годов, показывают, что оба типа фондов имели одинаковую среднюю годовую доходность за 70 лет. Фонды роста работали лучше до середины 1960-х годов, тогда как фонды стоимости приносили более высокую доходность до 2005 года. Результаты 1992–2013 годов с ETF показывают аналогичный

шаблон. Доходность стоимостного ETF, тикер VVIAX, и ростового ETF, тикер VIGAX, была примерно одинаковой, с чередующимися периодами опережения.

Несколько похожая история может быть рассказана об эффекте малой капитализации. Наблюдалась значительная волатильность относительной доходности портфелей компаний с малой и большой капитализацией.

Например, 30-летняя доходность для индексов Russell 1000 и 2000 практически одинакова, а коэффициент EV отсутствует.

устойчивое превосходство любого индекса. Данные за десятилетний период с 2004 по 2013 гг., когда для индексов Rus sell 1000 (тикер IWB) и 2000 (тикер IMB) были доступны инвестиционные фонды, также показывают значительный возврат к среднему значению, хотя

меньшие компании добились средней годовой прибыли почти на один процентный пункт больше, чем прибыль более крупных компаний за этот период.

ETF с низкой бетой и моментумом не имеют

демонстрировали превосходную производительность за те короткие периоды, в течение которых они существовали. ETF с низкой волатильностью SPDR Russell 1000 (тикер LGLV) доступен только с начала 2013 года. ETF с низкой волатильностью Power Shares S&P 500 (тикер SPLV) и ETF с минимальной волатильностью iShares MSCI USA (тикер USMV) доступны с 2011 года. из трех ETF в первом квартале 2014 года принесли прибыль, которая превысила их контрольные показатели, взвешенные по капитализации.

AQR Momentum Fund класса L ETF (тикер AMOMX) имеет более долгую историю, он был доступен с 2009 года. За время своего существования в первой половине 2014 года ETF не смог обеспечить избыточную доходность по сравнению с ETF Russell 1000, взвешенным по капитализации, или ETF Russell 1000 Growth. Хотя период времени для ETF с низкой бетой и моментумом слишком короток, чтобы делать окончательные выводы, справедливо будет сказать, что до сих пор ни одна из стратегий не продемонстрировала превосходства, когда портфели управлялись реальными деньгами. Портфели реальных денег, как правило, не демонстрируют той эффективности, которую демонстрируют академические портфели.

симуляции.

Смешанные стратегии дали несколько лучшие результаты, чем многие другие умные бета-предложения, доступные инвесторам. За последнее десятилетие многие смешанные фонды DFA принесли прибыль, которая превысила их контрольные показатели. Тем не менее, мы должны подчеркнуть, что DFA совершенно ясно указывает на то, что эти дополнительные доходы представляют собой соответствующую компенсацию за дополнительный риск портфелей. Обратите также внимание на то, что фонды DFA, как и все интеллектуальные бета-фонды, испытывают периоды неэффективности. Кроме того, фонды DFA доступны только через инвестиционных консультантов, и, следовательно, дополнительные доходы, которые были получены от многих фондов DFA, должны быть уменьшены на комиссию, взимаемую этими консультантами.

По критерию коммерческого успеха умные бета-фонды Research Affiliates Fundamental Index™ (RAFI) являются одними из самых впечатляющих среди всех новых предложений фондов. Research Affiliates утверждает, что портфели, взвешенные по капитализации, всегда будут содержать слишком большую долю переоцененных акций роста. Этой проблемы можно избежать, регулируя вес каждой логи в соответствии с ее экологическим значением.

номический след, такой как доходы, активы и т.д. Конечно, это взвешивание дает портфелям RAFI склонность к стоимости и небольшому размеру.

ETF RAFI (тикер PRF) действительно превзошел свой ориентир, индекс Russell 1000, примерно на один процентный пункт за свою семилетнюю историю до начала 2014 года. Исследовательские филиалы утверждают, что избыточная доходность является результатом того, что они избегают переоцененных акций. Однако анализ результатов RAFI показывает, что избыточная производительность является результатом предположения о более высоком риске.

На рисунке 1 показана ежеквартальная избыточная доходность портфеля RAFI (PRF) по сравнению с его эталонным портфелем, индексом Russell 1000 (ETF IWB). Диаграмма показывает, что обычно существуют небольшие квартальные различия с течением времени, которые, скорее всего, отражают неудовлетворительные показатели RAFI, а не избыточные показатели. Однако есть одно заметное исключение в 2009 г., когда PRF продемонстрировал чрезвычайную избыточную доходность, которая полностью отвечала за семилетнюю избыточную доходность PRF.

В 2009 г. портфель РАФИ существенно превышал акции крупных банков, вышедших из финансового кризиса.

кризиса, поскольку эти акции продавались с необычно большими дисконтами от их балансовой (активной) стоимости. В то время портфель RAFI Fundamental Index™ составлял около 15% его портфеля в двух акциях (Citigroup и Bank of America). Выяснилось, что такое перевешивание помогло получить отличную прибыль. Но это было далеко не ясно в то время, чтобы проблемные банки избежали национализации. В любом случае эта стратегия сопряжена со значительным риском. Трудно избежать вывода, что каким бы ни был успех РАФИ имеет избыточную доходность в результате допущения большего риска, а не неправильной оценки акций роста.

Статистический анализ результатов RAFI также поддерживает объяснение риска. Если провести статистический анализ доходностей PRF, объясняя их с помощью трехфакторной модели риска Фама-Френча (где ценность и размер считаются факторами риска), избыточная производительность RAFI (его альфа) оценивается как нулевая.

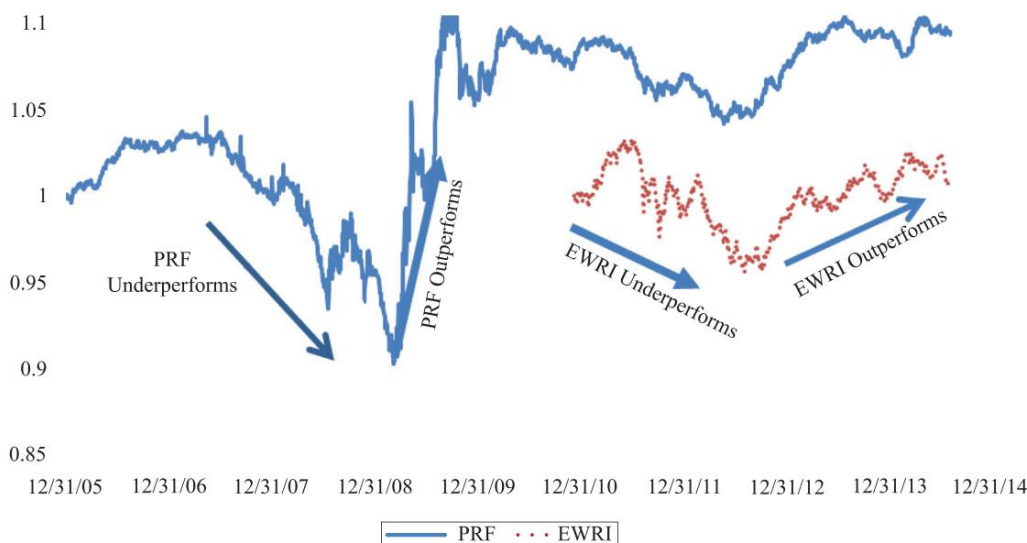
Диаграмма производительности также указывает на длительные периоды, когда PRF превосходит IWB, и периоды, когда IWB превосходит PRF.

Портфели с одинаковым весом принесли примерно одинаковую доходность. Имеются чередующиеся периоды

EXHIBIT 1

Фундаментальный индекс (PRF) и равный вес (EWRI) в сравнении с Russell 1000 (IWB) (до 31.07.14)

На диаграмме показана доходность умной бета-стратегии, разделенная на доходность эталонного индекса. Число выше (ниже) 1 указывает на то, что смарт-бета-фонд опережает (отстает) от эталонного индекса.



Средний годовой доход по фундаментальному индексу (с 19.12.2005 г.): 8,60%, Средневзвешенный годовой доход по равному весу (с 03.12.2010 г.): 16,09%, Среднегодовой доход по Russell 1000 (с 19.12.2005 г.): 7,47%, Russell 1000 Среднегодовая доходность (с 03.12.2010): 15,92%.

Источник: Морнингстар.

чрезмерная и недостаточная эффективность, при равном весе, обеспечивающая немного большую среднегодовую прибыль. Конечно, два типа портфелей не всегда имеют одинаковые характеристики. Портфели с одинаковым весом придают гораздо больший вес самым маленьким компаниям и, следовательно, имеют совершенно другие характеристики диверсификации и риска, чем портфели, взвешенные по капитализации. Они также неэффективны с точки зрения налогообложения для налогооблагаемых инвесторов.

ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Умные бета-стратегии основаны на активном управлении. Они не пытаются выбирать отдельные акции, а склоняют портфель к различным характеристикам, которые исторически приносили большую, чем рыночная, доходность. В их пользу эти интеллектуальные бета-портфели обеспечивают эти факторы с коэффициентами расходов, которые ниже, чем те, которые взимаются традиционными активными менеджерами.

В целом, отчеты о смарт-бета-фондах и ETF были неоднородными. Многие смарт-бета-ETF не смогли обеспечить надежную избыточную доходность, хотя некоторые из них превзошли рынок за время существования фондов. К

В той мере, в какой некоторые умные бета-стратегии генерировали доход, превышающий рыночный, эти избыточные доходы следует интерпретировать как вознаграждение за принятие на себя дополнительного риска. Уходя от рыночного портфеля, инвесторы берут на себя другой набор рисков. Интеллектуальные бета-портфолио не представляют собой изоцированную лучшую мышеловку для инвесторов. Инвесторам следует опасаться попадания в более рискованную мышеловку. Умная бета не прошла тест на безопасность.

Умные бета-портфолио были объектом серьезной маркетинговой шумихи. Они скорее свидетельствуют об умном маркетинге, чем об умном инвестировании. Будут ли умные бета-стратегии работать хорошо в будущем, в решающей степени зависит от рыночных оценок, существующих на момент реализации стратегии. Стратегии создания стоимости показали себя необычайно хорошо после пузыря Интернета, когда акции технологического роста стоили дороже большинства стоимостных акций. Точно так же мелкие акции особенно хорошо себя чувствовали, когда их цена была недорогой по сравнению с крупными акциями. Инвесторы должны знать, что, если стоимость и небольшой размер будут дорого оценены, поскольку умные бета-фонды становятся все более популярными, результаты, вероятно, будут разочаровывающими. Успех любой стратегии в значительной степени зависит от оценочных отношений, существующих на момент реализации стратегии.

Я не вижу причин менять совет, который я давал инвесторам на протяжении всего периода публикации «Журнала управления портфелем». Ядро каждого портфеля должно состоять из недорогих индексных фондов с широкой базой, взвешенных по капитализации. Они по-прежнему превосходят подавляющее большинство активно управляемых и интеллектуальных бета-портфелей и, как правило, очень эффективны с точки зрения налогообложения. Хотя прогнозируемые модели доходности акций появляются со временем и даже сохраняются в течение определенного периода времени, отчеты профессиональных менеджеров не предполагают, что они подразумевают использование возможностей для производства альфа. Наши фондовые рынки могут совершать ошибки — часто вопиющие, — но их по-прежнему чрезвычайно трудно победить.

КОНЕЦ

¹Мои взгляды на интеллектуальную бета-версию более подробно изложены в готовящемся 11-м выпуске книги «Случайная прогулка по Уолл-стрит», У. В. Нортон.

ИСПОЛЬЗОВАННАЯ ЛИТЕРАТУРА

Эснесс, К., А. Фраззини и Л. Х. Педерсен. «Используйте неприятие и паритет риска». Журнал финансовых аналитиков, № 68 (2012), стр. 47-59.

Башелье, Л. Теория де ла Спекуляция. Париж: Готье-Виллар, 1900.

Кутнер, П. Случайный характер цен на фондовом рынке. Кембридж, Массачусетс: MIT Press, 1964.

Фама, Э.Ф. и К.Р. Френч. «Разрез ожидаемой доходности акций». Финансовый журнал, Vol. 47, № 2 (1992), стр. 427-465.

—. «Ценность против роста: международные данные». Журнал финансов, № 53 (1997), стр. 1975-1999.

Фраззини, А., и Л. Педерсен. «Ставки против беты». Исследовательский отчет Швейцарского финансового института № 12-17, 9 октября 2011 г.

Грэм Б. и Д.Л. Додд. Анализ безопасности: принципы и методы. Нью-Йорк, штат Нью-Йорк: Макгроу-Хилл, 1934.

Хонг, Х., и Дж. К. Стейн. «Единая теория недостаточной реакции, импульсной торговли и чрезмерной реакции на рынках активов». Журнал финансов, № 54 (1999), стр. 2143-2184.

Джегадиш Н. и С. Титман. «Доходы от покупки победителей и проигравших: влияние на эффективность фондового рынка». Финансовый журнал, Vol. 48, № 1 (1993), стр. 65-91.

———. «Прибыльность импульсных стратегий: оценка альтернативных объяснений». Финансовый журнал, Vol. 56, № 2 (2001), стр. 699-726.

Канеман Д. и М. В. Рипе. «Аспекты психологии инвесторов». Журнал управления портфелем, № 24 (1998), стр. 52-65.

Кейм, Д.Б. «Аномалии, связанные с размером, и сезонность доходности акций: дополнительные эмпирические данные». Журнал финансовой экономики, № 12 (1983), стр. 13-32.

Ло, А. и А. Маккинли. Неслучайная прогулка по Уолл-стрит. Принстон, Нью-Джерси: Издательство Принстонского университета, 1999.

Рендлман-младший, Р.Дж., С.П. Джонс и Х.А. Латане. «Эмпирические аномалии, основанные на неожиданных доходах и важности поправок на риск». Журнал финансовой экономики, № 10 (1982), стр. 269-287.

Шиллер, Р. Дж. Иррациональное изобилие. Принстон, Нью-Джерси: Издательство Принстонского университета, 2000.

Чтобы заказать перепечатку этой статьи, свяжитесь с Дьюи Палмиери по адресу dpalmieri@iijournals.com или по телефону 212-224-3675.