ЭКСПЕРИМЕНТАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ

№ 4
2021

СОДЕРЖАНИЕ

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

Сетдиков Р.Х., Даниловский Д.В. Показатели финансовой устойчивости предприятия и взаимосвязь с перспективами развития хозяйствующего субъекта 2

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ, СТАТИСТИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ В ЭКОНОМИКЕ

Алешина А.В., Федоров А.Б. Влияние макроэкономических факторов на величину отклонения доходности биржевого фонда от бенчмарка 6

ФИНАНСЫ

Алешина А.В., Патрон К.А. Анализ ликвидности фьючерсов и опционов на примере торговли деривативами на Московской бирже 11

Уринцов А.И., Шахбанов И.М., Плетнева А.А. Закрытые паевые фонды недвижимости: тенденции и перспективы 20

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ

Основан в июне 2021 года

Выходит 4 раза в год

Зарегистрирован Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (РОСКОМНАДЗОР).

Рег. ПИ № ФС77-81413 от 30 июня 2021 года

ISSN 2782-3644

Учредители:

ООО «Издательство «КноРус»

ООО «Институт экспериментальной экономики и финансов МГУ имени М.В. Ломоносова»

Адрес редакции:

Россия, 117218, Москва,
ул. Кедрова, д. 14, корп. 2
Многоканальный телефон/факс: +7 (495) 741-46-28

Сайт: *www.eeaf.ru*

Почта: *welcome@eeaf.ru*

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ

А.Л. Булгаков

Главный редактор:

А.В. Алешина

Отпечатано в типографии ООО «Русайнс», 117218, Москва, ул. Кедрова, д. 14, корп. 2

Тираж 300 экз. Формат А4. Подписано в печать: 30.12.2021
Цена свободная

Все материалы, публикуемые в журнале, подлежат внутреннему и внешнему рецензированию

Издание не подлежит маркировке согласно п. 2 ст. 1 Федерального закона от 29.12.2010 № 436-ФЗ «О защите детей от информации, причиняющей вред их здоровью и развитию»

К СВЕДЕНИЮ АВТОРОВ

Уважаемые коллеги! Обращаем ваше внимание на то, что материалы статей проходят обязательную экспертизу. После экспертизы статьи поступают в Редакцию журнала, где проходят редакторскую и корректорскую правку. Редакция оставляет за собой право сокращать объем статей и редактировать их в соответствии с требованиями научного журнала. Рукописи статей не возвращаются; с авторами в переписку Редакция не вступает; гонорар авторам не выплачивается.

ПЕРЕЧЕНЬ ДОКУМЕНТОВ И ТРЕБОВАНИЯ К ОФОРМЛЕНИЮ СТАТЕЙ И СОПУТСТВУЮЩИХ МАТЕРИАЛОВ, НЕОБХОДИМЫХ ДЛЯ ПУБЛИКАЦИИ

Текст статьи, при оформлении которого необходимо соблюсти следующие требования: объем статьи - до 60 тыс. знаков (1,5 авт. листа); в статье должна быть следующая информация: ФИО автора(ов) полностью, место работы (учебы), контактная информация (телефон, E-mail); аннотация и ключевые слова к статье, список литературы (на русском и английском языках).

TABLE OF CONTENTS

ECONOMIC THEORY

Setdikov R.X., Danilovskiy D.V. Indicators of the financial stability of the enterprise and the relationship with the prospects for the development of an economic entity 2

MATHEMATICAL, STATISTICAL INSTRUMENTAL METHODS IN ECONOMICS

Aleshina A.V., Fedorov A.B. The influence of macroeconomic factors on the deviation of the exchange-traded fund's profitability from the benchmark 6

FINANCE

Aleshina A.V., Patron K.A. Liquidity analysis of futures and options on the example of derivatives trading on the Moscow Exchange 11

Urintsov A.I., Shakhbanov I.M., Pletneva A.A. Classification of closed-end real estate funds 20

Показатели финансовой устойчивости предприятия и взаимосвязь с перспективами развития хозяйствующего субъекта

Сетдиков Рафаэль Хайдярович,
аспирант МГУ им. М. В. Ломоносова, финансовый аналитик АО «Стройтеплосервис»
E-mail: SetdikovRafaelMSU@gmail.com

Даниловский Даниил Владимирович,
ООО «ИЭЭФ», эксперт-аналитик НИУ «Высшая школа экономики»
E-mail: danilovskiydaniil@mail.ru

Финансовая устойчивость коммерческих организаций характеризует уровень их развития, обеспеченность собственными и привлеченными средствами, перспективы развития. В статье рассмотрены основные понятия финансовой устойчивости и аспекты ее определения с помощью количественных и качественных аналитических показателей. От того, насколько устойчивым является финансовое положение компании, зависят практически все результаты экономической деятельности: прибыльность, независимость от заемных источников финансирования, свобода при освоении новых рынков сбыта и реализации различных маркетинговых стратегий. Когда финансовое положение предприятия оценивается как кризисное, самым вероятным финалом становится его ликвидация через банкротство.

Ключевые слова: финансовая устойчивость, показатели финансовой устойчивости.

Современные коммерческие организации функционируют в условиях жесткой конкуренции, связанной с ростом интеграционных и диверсификационных процессов глобального масштаба. Хозяйствующие субъекты стремятся расширить зону охвата, выходя на зарубежные рынки. Любая коммерческая компания ставит главной своей целью рост экономической эффективности, добиться которой можно через увеличение активности, выражаемой в разных формах:

- увеличение занимаемого рыночного сегмента;
- стабильный рост выручки от продаж товаров или услуг;
- удержание текущего потребителя и привлечение нового.

Добиться цели помогут комплексные мероприятия:

1) разработка и рыночное продвижение новых, пользующихся спросом у целевой аудитории видов продукции;
2) разработка и реализация маркетинговых программ, связанных с рыночным сегментированием, таргетированием и позиционированием;
3) мониторинг работы конкурентов внутри отрасли и в смежных сферах;
4) оптимизация всех бизнес-процессов, включая систему управления.

От того, насколько грамотно и профессионально будет осуществлена деятельность в вышеперечисленных направлениях, напрямую зависит успех коммерческой организации на рынке. Также немаловажную роль играет способность быстрой адаптации к изменяющимся условиям внешней среды.

Все рынки, на которых зарегистрирована высокая конкуренция, характеризуются большим количеством рисков и угроз для коммерческих компаний-участников. На финансовую устойчивость этих субъектов хозяйствования оказывают влияние одновременно факторы внешней среды и внутренние структурные изменения. Снижение показателей финансовой устойчивости требует от компании своевременных адекватных мер:

- обращение за заемным капиталом;
- поиск путей оптимизации затрат, включая сокращение персонала;
- пересмотр ассортимента со снятием с выпуска невостребованной у потребителя продукции;
- реализация иных решений, цель которых сводится к удержанию компании на рынке.

Чтобы снижение финансовой устойчивости не было неприятным сюрпризом, необходимо периодически осуществлять анализ текущей ситуации и своевременно анализировать даже незначительную динамику снижения финансовых показателей. Такие расчеты особенно актуальны в контексте кризисных явлений в экономике, начавшихся с весны 2020 года и продолжающихся по сей день. Пандемия коронавируса привела к введению ограничений на законодательном уровне, многие коммерческие компании столкнулись с неблагоприятными последствиями этих государственных вынужденных мер:

- нарушение цепочек поставки сырья и комплектующих вследствие ограничения международного транспортного сообщения;
- перевод персонала на удаленный формат работы в связи с установлением социальных дистанций;
- введение в перечень оказываемых услуг доставки продукции на дом, удаленного обслуживания и т.д.

Сокращение объемов сбыта и увеличение расходов привело к тому, что многие небольшие компании были вынуждены прекратить свое существование, а средние и крупные столкнулись с финансовыми трудностями. И это все на фоне государственной поддержки бизнеса. В контексте рассматриваемого вопроса стоит отметить еще один фактор, негативно влияющий на эффективность работы коммерческих предприятий — это отсутствие у руководителей необходимых навыков прогнозирования рыночной ситуации в ближайшей и отдаленной перспективе. В связи с этим мониторинг финансовой устойчивости приобретает большое значение для стабилизации экономики отдельных компаний и национальной экономики в целом.

Понятие и сущность финансовой устойчивости изучались многими учеными в России и за рубежом. В своих работах д.э.н. заслуженный профессор МГУ им. М. В. Ломоносова Шеремет А. Д. рассматривает ее как «ключевой компонент общей экономической устойчивости компании наряду с социальным и экологическим элементами» [3, 4]. Предприятие может поддерживать свою финансовую устойчивость лишь тогда, когда свободных денежных средств и сбалансированных финансовых потоков хватает не только на текущую деятельность, но и на перспективное развитие бизнеса. А. Д. Шеремет рассматривает понятия «финансовая устойчивость» и «финансовое состояние» организаций как синонимы.

Другие авторы рассматривают термин как «качественный и количественный уровень эффективного использования денежных средств, отражающий возможность компании обеспечивать бесперебойный процесс функционирования на рынке (производства и реализации товаров, оказания услуг и выполнения работ). Чем тщательнее организация подходит к вопросу мониторинга, расширения и обновления данного процесса, тем выше вероятность того, что она избежит кризисных ситуаций и сохранит свое место на конкурентном рынке» [2].

Устойчивая компания функционирует без перекосов, стабильно получает прибыль, быстро реагирует на все внешние изменения и быстро к ним адаптируется. Когда устойчивость снижается, можно констатировать наступление кризиса и руководство всеми силами должно вернуться на прежний уровень развития. Часто утрата платежеспособности и конкурентных преимуществ становятся предвестниками неблагоприятных изменений в функционировании предприятия.

Устойчивость компаний бывает разной:

1) социальной;
2) производственно-технической;
3) организационной;
4) маркетинговой;
5) инновационной;
6) финансовой.

Несмотря на расположение в этом перечне на последнем месте финансовая устойчивость является самой главной для любого предприятия, т.к. ее утрата грозит юридическому лицу ликвидацией.

Финансовая устойчивость тесно связана с формированием и реализацией концепции осуществления стратегического анализа эффективности экономической деятельности организации. Основные направления данной аналитической работы следующие:

– разработка показателей для максимально полного отражения деятельности компании на рынке;
– проведение количественного и качественного анализа отобранных показателей;
– разработка стратегии повышения финансовой устойчивости и обеспечения финансовой безопасности хозяйствующего субъекта.

Финансовый анализ проводится на основе бухгалтерской годовой отчетности компании: баланса, формы № 2 и отчета о движении денежных средств [1].

Платежеспособность предприятия — это его способность своевременно рассчитываться по взятым обязательствам перед персоналом, бюджетом, учредителями, контрагентами и подрядчиками. Аналитикой могут заниматься штатные сотрудники или внешние исполнители — аудиторы, банки и т.д. Платежеспособность анализируется посредством расчета и изучения показателей ликвидности, которые представлены коэффициентами текущей, промежуточной и абсолютной ликвидности. Методика расчета приведена в таблице 1.

Таблица 1. Способы расчета основных показателей платежеспособности организации

Наименование показателя	Способ расчета
Коэффициент абсолютной ликвидности ($К_{ал}$)	$К_{ал}$= стр. 1250 / (стр.1510 + стр. 1520 + стр. 1550
Коэффициент критической ликвидности ($К_{л}$)	$К_{л}$= (стр. 12050 + стр. 1230) / (стр. 1510 + стр. 1520 + стр. 1550)
Коэффициент текущей ликвидности ($К_{тл}$)	$К_{тл}$= (стр. 1250 + стр. 1230 + 12010) / (стр. 1510 + стр. 1520 + стр. 1550)

Источник: составлено автором на основе источника [4].

Коэффициент общей, или текущей ликвидности показывает, какую часть текущих обязательств компания может покрыть оборотными активами. Промежуточная ликвидность — показатель того, насколько оперативно организация может рассчитаться с долгами за счет денежных средств. Коэффициент абсолютной ликвидности характеризует способность компании погасить краткосрочную задолженность имеющимися деньгами, включая средства на депозитах и в ценных бумагах.

Количественный анализ полученных в ходе расчетных операций коэффициентов малоинформативен, требуется проведение качественной аналитической работы — выявление источников поступления и расходования денежных средств, в частности.

Изучение бухгалтерской и финансовой отчетности предприятий сопряжено с выделением 4 типов финансовой устойчивости: нормальной, абсолютной, кризисной и неустойчивой. О компании, которая может полностью покрыть свои затраты и запасы собственными средствами, говорят «финансово абсолютно устойчива». На практике такие субъекты экономических отношений — большая редкость. Нормальная финансовая устойчивость — состояние, когда для покрытия затрат и запасов хватает собственных средств и долгосрочных займов, представленных кредитами банков, кредиторской задолженностью, займами третьих лиц и т.д. Организация, которая не может погасить обязательства, относится к категории финансово неустойчивых компаний. Но при этом оформление долгосрочного кредита или иное привлечение оборотных активов может исправить ситуацию в лучшую сторону. Следствием кризисного состояния часто становится процедура банкротства.

Ежедневно деятельность любой коммерческой компании связана с многочисленными хозяйственными операциями, поэтому коэффициенты ликвидности постоянно находятся в динамике. Помимо данных показателей финансовой устойчивости на практике часто анализируют рыночную устойчивость, коэффициенты которой приведены в таблице 2.

Таблица 2. Способы расчета коэффициентов рыночной устойчивости

Наименование показателя	Способ расчета
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств ($К_{зс}$)	$К_{зс}$= стр. 1300 / стр.1700
Коэффициент обеспеченности собственными средствами ($К_{осс}$)	$К_{осс}$= (стр. 1300 – стр. 1100) / стр. 1200
Коэффициент манервенности собственного капитала ($К_{мск}$)	$К_{мск}$= (стр. 1300 – (стр. 1150 + (стр. 1110)) / стр. 1300
Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными оборотными средствами ($К_{ксс}$)	$К_{ксс}$= (стр. 1300 – (стр. 1150 + стр. 1110)) / (стр. 1210 + стр. 1250 + 12030)
Коэффициент обеспеченности маетариальных запасов собственными оборотными средствами ($К_{мз}$)	$К_{мз}$= (стр. 1300 – (стр. 1150 + стр. 1110)) / стр. 1210

Источник: составлено автором.

Коэффициент соотношения собственных и заемных средств показывает, сколько привлеченных приходится на один рубль собственных средств, которые инвестированы в активы компании. Удельный вес финансируемых собственными средствами в структуре оборотных активов характеризуется коэффициентом обеспеченности собственными средствами. Коэффициент, описывающий маневренность собственного капитала — важный показатель, который описывает возможности компании не только поддерживать оборотный капитал в стабильном состоянии, но и осуществлять его пополнение. Коэффициент обеспеченности оборотных активов собственными оборотными средствами показывает, какая часть оборотных активов финансируется собственными источниками. Коэффициент обеспеченности материальных запасов собственными оборотными средствами отражает, насколько материальные запасы финансируются за счет собственных источников.

Приведенный перечень коэффициентов может быть дополнен в зависимости от целей финансового анализа. Все расчетные значения показателей аналитики сравнивают с нормативными, а также с данными предыдущих периодов.

Подводя итог вышесказанному, можно констатировать следующее: финансовая устойчивость — важная составляющая общего экономического результата работы коммерческих организаций. Руководитель должен следить за этим показателем в динамике, это позволит своевременно выявить «слабые» места в реализуемой стратегии развития и принять адекватные меры. Финансовая устойчивость характеризуется количественными и качественными критериями. К количественным можно отнести совокупность коэффициентов ликвидности и рыночной устойчивости. Качественные аналитические параметры — рейтинг предприятия на рынке, наличие грамотной стратегии перспективного развития и т.д. Обеспечение финансовой устойчивости — одна из ключевых задач, решение которой определяет стабильное получение прибыли и гарантирует высокую конкурентоспособность компании.

Литература

1. Оптимизация финансовой устойчивости современного субъекта бизнеса в условиях сложившейся экономической конъюнктуры / Н. И. Виноградова, Г. А. Польская, М. А. Чаплыгина, В. В. Пасечко // Регион: системы, экономика, управление. — 2021. — № 2(53). — С. 99–109. — DOI 10.22394/1997–4469–2021–53–2–99–109
2. Сетдиков Р. Х. «Совершенствование методов оценки финансовой устойчивости коммерческих организаций» Магистерская диссертация, 2022 год, // Экономический факультет МГУ

имени М. В. Ломоносова // URL: https://on.econ.msu.ru
3. Шеремет А. Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А. Д. Шеремет. — М.: ИНФРА-М, 2015. — 401 с.
4. Шеремет А. Д., Козельцева Е. А. Финансовый анализ: учебно- методическое пособие. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2020. — 200 с.

INDICATORS OF THE FINANCIAL STABILITY OF THE ENTERPRISE AND THE RELATIONSHIP WITH THE PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF AN ECONOMIC ENTITY

Setdikov R. X., Danilovskiy D. V.
Lomonosov Moscow State University, High School of Economics

The financial stability of commercial organizations characterizes the level of their development, the availability of own and borrowed funds, development prospects. The article discusses the basic concepts of financial stability and aspects of its definition using quantitative and qualitative analytical indicators. Practically all the results of economic activity depend on how stable the company's financial position is: profitability, independence from borrowed sources of financing, freedom in developing new sales markets and implementing various marketing strategies. When the financial situation of an enterprise is assessed as a crisis, the most likely outcome is its liquidation through bankruptcy.

Keywords: financial stability, indicators of financial stability.

References

1. Vinogradova N. I., Polskaya G. A., Chaplygina M. A., Pasechko V. V. Optimization of the financial stability of a modern business entity in the current economic environment // Region: systems, economics, management. — 2021. — No. 2 (53). — S. 99–109. — DOI 10.22394/1997–4469–2021–53–2–99–109
2. Setdikov R. Kh. «Improving methods for assessing the financial stability of commercial organizations» Master's thesis, 2022, // Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov // URL: https://on.econ.msu.ru
3. Sheremet A. D. Comprehensive analysis of economic activity / A. D. Sheremet. — M.: INFRA-M, 2015. — 401 p.
4. Sheremet A. D., Kozeltseva E. A. Financial analysis: teaching aid. — M.: Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov, 2020. — 200 p.

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ, СТАТИСТИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ В ЭКОНОМИКЕ

Влияние макроэкономических факторов на величину отклонения доходности биржевого фонда от бенчмарка

Алешина Анна Валентиновна,
к.э.н., доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: annaaleshina@mail.ru

Федоров Александр Борисович,
магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: alexanderfedorov07@gmail.com

В последние годы увеличивается роль ETF-фондов на финансовых рынках в разных странах. Инвестиции в ETF-фонды осуществляют как частные инвесторы в целях диверсификации своих рисков, так и крупные институциональные инвесторы, в том числе хедж-фонды. В исследовании была поставлена задача сформировать модель отбора в портфель хедж-фонда ETF-фондов. Тестирование модели отбора ETF-фондов было осуществлено на основе селекции фондов для каждой отдельной стратегии по принципу наименьшего значения параметра Tracking Error (минимизация дисперсии отклонения доходности ETF-фонда от соответствующего бенчмарка). Далее осуществлялась проверка полученной модели на новых и релевантных данных, а также доработка данной модели с учетом дополнительных факторов для получения более точных результатов.

Ключевые слова: биржевые фонды, ETF-фонды, хедж-фонды, инвестиции, инвестиционный портфель хедж-фонда.

Введение

Мировая экономика в последнее десятилетие стремительно изменяет свою структуру и вместе с этим происходит корректировка экономических циклов в контексте смены стратегий, используемых хедж-фондами. Вместе с тем возрастающая неопределенность вынуждает институциональных игроков для получения дополнительных прибылей обращаться к альтернативным стратегиям с более высокими рисками. Примером служит тенденция использования биржевых индексов развивающихся рынков. Это обуславливает рост ETF-фондов, фокусирующихся на этих рынках. Возникла необходимость пересмотра текущей модели оценки влияния экономических циклов на величину месячного отклонения доходности биржевого фонда от бенчмарка с учетом более актуальных, релевантных данных.

Исследования, изучающие факторы, влияющие на динамику и направления развития российского фондового рынка

Существует ряд работ, в которых анализируется набор факторов, которые влияют на российский фондовый рынок: его состояние, динамику и направление развития, в том числе работы Федоровой Е. А. и Панкратова К. А. [1], Федоровой Е. А. и Лазарева М. П. [2], Башера С. и Садорски П [3] и ряда других авторов.

В работе Федоровой Е.А и Панкратова К. А. [1] оценивается ряд макроэкономических факторов, которые оказывают влияние на фондовый рынок России, в том числе ВВП, курс доллара США, сальдо движения капитала, мировая цена на нефть марки Brent, а также отношение курса евро к курсу доллара. Для анализа авторы использовали модель EGARCH. В результате была выявлена сильная зависимость индекса ММВБ от цены на нефть и курса доллара США.

В последующей работе Федоровой Е. А. и Лазарева М. П. [2] дополнительно рассматривалось влияние цены на нефть именно в кризисный период времени на фондовый рынок.

В работе Башера С. и Садорски П. [3] изучалось влияние цены на нефть на фондовые рынки ряда

развивающихся стран. Был получен вывод о том, что наиболее сильно на изменение цены на нефть реагировали фондовые рынки России и Бразилии.

Тенденция зависимости национальных рынков стран с развивающейся экономикой от сырьевого компонента, с одной стороны, сохраняет свое влияние на поведение игроков, с другой стороны, вынуждает их из-за нестабильных цен на нефть отходить от привычной модели, ориентированной на сырьевой экспорт и учитывать новые факторы. Расширение выборки рынков — ориентиров деятельности биржевых фондов в рамках данного исследования вызовет общее изменение перечня ключевых факторов и станет предпосылкой к добавлению необходимых новых факторов.

Что влияет на отклонение доходности ETF-фонда от соответствующего бенчмарка

Менеджеры хедж-фондов разрабатывают стратегии под конкретных инвесторов, поэтому тщательно подходят к выбору показателей при изучения структурных рыночных изменений и факторов для анализа макроэкономических циклов.

На значение показателя Tracking Error (минимизация дисперсии отклонения доходности ETF-фонда от соответствующего бенчмарка) влияют в основном внутренние параметры фонда вроде дивидендов, вознаграждений менеджерам и др. Но для грамотной стратегии важно учитывать внешние экономические и рыночные факторы, воздействовать на которые фонд не в состоянии. Когда регистрируется фаза спада, происходит увеличение макроэкономической неопределенности и параллельно растет волатильность. Адаптация фондов происходит медленно и изменение индекса лагируется, отмечается временное увеличение ошибки отслеживания. Проверить данную гипотезу можно 2 способами: ретроспективным анализом данных и тестированием значимости лагов ошибки модели.

Каждый инвестор готов к определенному риску, поэтому для сбора портфеля учитываются индивидуальные допустимые границы рискованности помещаемых внутрь активов. Совершенно очевидно, что сторонники медвежьих позиций и любители играть против рынка предпочтут более рискованные продукты, чем инвестирующие в растущие вместе с рыночными позициями акции инвесторы. Логично, что хедж-фондами будет наверняка разработана целая линейка высокорискованных стратегий. Но если менеджер будет осведомлен о факторах, оказывающих влияние на тот или иной инвестиционный портфель, хеджирование открытых позиций позволит немного снизить первоначальные риски. Проанализировать гипотезу можно построением динамических регрессионных моделей для разных типов стратегий по степени риска с использованием различного набора макроэкономических критериев.

Для выявления возможных закономерностей модель целесообразно строить по каждому году в отдельности, а моделировать процесс — за весь анализируемый период. Только так можно обнаружить отклонения доходности ценных бумаг биржевого фонда от бенчмарка в динамике. При построении временных рядов был взят период до пандемии коронавируса.

Для исследования были отобраны фонды, которые работают со стратегиями развивающихся рынков трех типов:

- ***Contrarian —*** фондовое инвестирование осуществляется в недооцененные, падавшие вместе с рынком, но обладающие определенным потенциалом для возвращения инструменты. Эту стратегию еще можно назвать игрой против рынка;
- ***Growth*** — фонд стремится понизить волатильность вследствие секторной рыночной диверсификации инвестиций и рыночной капитализации. Максимизация доходности осуществляется путем формирования набора недооценных акций и распределения активов между разными классами. Стратегия популярна у любителей долгосрочных инвестиций, предпочитающих стабильность сейчас и в перспективе;
- ***Growth and Income*** — стратегия, основанная на балансе роста и доходов, при этом основное внимание уделяется сохранению капитала в период кризисов. Менеджеры фонда снижают степень риска и эффективно управляют портфелем ценных бумаг.

Большая часть современных хедж-фондов использует последнюю стратегию, базирующуюся на оптимальном соотношении рисков и доходности. Некоторые из этих фондов работают с рынком России, другие — с развивающимися рынками других стран. У стратегий Contrarian и Growth более выраженная подверженность рискам, отклонения доходности от бенчмарка сильно зависят от макроэкономических параметров.

Многие фонды, которые используют упомянутые выше стратегии, используют также торговлю «с плечом». Наглядно результаты торговли «с плечом» видны на графике следующих фондов — первый российский DIREXION DLY RUSSIA BULL 3X, второй — фонд DIREXION DLY EMG MKT BULL 3X, который ориентируется на рынки развивающихся стран.

Взятые для анализа фонды в работе используют стратегию Growth и третьи плечи, что обуславливает получение значительной положительной величины отклонения. Согласно данным, взятым из Bloomberg, динамичное отклонение постепенно растет. Данный факт свидетельствует о потенциале экономики РФ и развивающихся стран, в общем и целом. Стратегия Growth находится в зависимости не только от увеличения цены бенчмарка, поэтому все использующие ее фонды находятся в зоне повышенного системного риска. Благоприятная конъюнктура рынка и использование плеча приносит фондам доходность выше рыночной, просадки же грозят значительными убытками. Выборка представлена большим количеством фондов, поэтому для анализа используем усреднен-

ные показатели по годам. Это позволит проследить общую тенденцию. Справочно: для расчета средних значений взято 47 фондов со стратегией Growth & Income, 13 фондов с Contrarian и 5 фонда с Growth-стратегией. Период выборки — с 2014 по 2018 годы (табл. 1).

Анализ фондов, которые используют стратегии Growth и Contrarian, показал, что они имеют наибольшую подверженность систематическому риску и изменение различных макроэкономических параметров существенно повлияло на их отклонение от бенчмарка. Можно сделать вывод, что такое отклонение является следствием большого кредитного плеча при торговле, которые эти фонды привыкли использовать. Два из анализируемых фондов со стратегией Growth используют при торговле кредитное плечо (на графике они обозначены желтой и красной линией). Остальные три фонда плечи не использовали. Результаты стратегии Growth и ее отклонение от бенчмарка показаны ниже (рис. 1).

Рис. 1. Отклонение от бенчмарка доходности фондов, использующих стратегию Growth

Источник: график составлен на платформе Bloomberg с использованием аналитических инструментов платформы.

На графике явно видно, что те фонды, которые использовали плечи, имеют большую волатильность и большее отклонение от бенчмарка. При этом за аналогичный период времени фонды, ориентированные на Россию и на развивающиеся страны, продемонстрировали схожее направление движения, что подтверждает гипотезу о том, что макроэкономические факторы, влияющие на динамику и направление движения цен акций на российском рынке и на рынках развивающихся стран, являются схожими.

Кроме того, фонды, использующие стратегию Growth, которые не используют кредитное плечо при торговле акциями продемонстрировали практически полное совпадение с бенчмарком, а фонды, использующие плечи показали более высокий рост по сравнению с бенчмарком в период роста рынка, и более глубокое падение по сравнению с бенчмарком при падении рынка.

Динамика и отклонения от бенчмарка фондов, использующих стратегию *Contrarian Strategy,* показана ниже на рис. 2.

Стратегия *Contrarian*, которая основывается на игре против рынка, на основании анализа данных, полученных в системе Bloomberg, показывает, что, несмотря на наличие повышенного риска от коротких позиций не показывала высоких ошибок отслеживания. Отклонение, которое мы видим на рис. 2, остается в пределах 1% от бенчмарка. Единственным фондом, продемонстрировавшим из анализируемого перечня фондов наибольшие отклонения от бенчмарка, являлся фонд LISTED INDEX FUND EMERGING B. Такая динамика доходности данного фонда могла быть вызвана тем, что состав активов этого фонда, который состоит из корзины государственных облигаций развивающихся стран, недостаточно сбалансирован, что дало такие отклонения. Бенчмарком для биржевого фонда LISTED INDEX FUND EMERGING B является индекс *Bloomberg Barclays Emerging Markets Local Currency Government.* Так как в бенчмарк по данному фонду собраны ценные бумаги разных стран, вероятно просадка облигаций одного из государств вызвало резкую корректировку индекса и аналогично корректировку бумаг самого фонда.

Менее рискованная стратегия *Growth & Income* с хеджированием открытых позиций имеет также плотное распределение отклонений в выборке.

Низкая волатильность доходности таких фондов по сравнению с бенчмарком связана с дельта-нейтрольной стратегией этих фондов. Учитывая, что такие фонды обычно не используют «кредитное плечо», резких отклонений их доходности от бенчмарка не наблюдаем.

Рис. 2. Отклонение от бенчмарка доходности фондов, использующих стратегию Contrarian (игра «против рынка»)
*Источник: г*рафик составлен на платформе Bloomberg с использованием аналитических инструментов платформы.

Ниже представлена сводная таблица, которая демонстрирует усредненные ошибки отслеживания по 47 фондам со стратегией *Growth & Income*, 13 фондам со стратегией *Contrarian* и по 3 фондам со стратегией *Growth*-стратегией за период с 2014 по 2018 годы (табл. 1).

Таблица 1. Усредненные ошибки отслеживания за каждый год в период с 2014–2019 гг.

Strategy/ year	2018	2017	2016	2015	2014
Growth Income	1,31%	1,01%	1,31%	1,62%	1,10%
Contrarian	1,48%	1,08%	1,53%	1,81%	1,49%
Growth	1,63%	1,18%	2,26%	2,52%	1,50%

Источник: таблицы составлены по данным, взятым из Bloomberg, по 47 фондам со стратегией Growth & Income, 13 фондам со стратегией Contrarian и по 3 фондам со стратегией Growth-стратегией (за период с 2014 по 2018 годы).

Самая значительная ошибка 2015 г. объясняется, по всей видимости, коррекцией рынка после экономического кризиса 2014 г. Фонды не в состоянии быстро реагировать на внешние изменения среды и не могут моментально перестраиваться, поэтому отклонения зарегистрированы выше обычных показателей. Снижающаяся к 2017 г. ошибка снова увеличивается в 2018 г. параллельно с общим подъемом рынка.

Вывод

Проведенный анализ доходности фондов ETF по сравнению с их бенчмарком выявил ряд следующих закономерностей:

- сохраняется ситуация, когда основными драйверами роста российского фондового рынка остаются цены на нефть и динамика фондовых рынков в развитых странах. Но вместе с тем наметилась тенденция снижения такой зависимости;
- приведенные данные о величине отклонения от бенчмарка в таблице 1 подтверждают зависимость ошибки отслеживания бенчмарка от структурных изменений рыночной конъюнктуры, особенно это заметно в переходных стадиях — от одной циклической фазы к другой;
- наибольшие отклонения, которые продемонстрировали все стратегии в 2015 году, представляют собой следствие кризиса 2014 года, когда сильно упали цены на энергоносители, что повлияло на все страны, ориентированные на экспорт энергоносителей. В первую очередь

упали фондовые рынки именно тех стран, основной доход, который они получали от экспорта сырьевых товаров. Фонды не успевали в кризисные периоды времени пересматривать свои стратегии, что привело к значительному отклонению. Аналогичная ситуация сложилась в 2017–2018 года, когда наоборот стал происходить рост экономики, а фонды не успевали перестроится под этот рост и сохраняли старые стратегии;

- все стратегии фондовых рынков пострадали от мирового экономического кризиса 2014 года. Особенно это актуально для развивающихся стран, сильно зависящих от топливно-энергетической промышленности.

Проведенный анализ подтвердил, что ошибка отслеживания фондов ETF от бенчмарка связана с фазой экономического цикла. При смене экономических циклов биржевые фонды не всегда успевают осуществить переформирование своих позиций (об этом также говорит зависимость отклонения доходности от лагированных данных последних трех месяцев) [4], что приводит к увеличению ошибки отслеживания. При этом, когда на рынке формируется устойчивый тренд на протяжении более 3 месяцев, то ошибка отслеживания снижается не более чем 1% от бенчмарка.

Также отклонение может быть связано с ликвидностью фонда, наличием достаточного запаса денежных средств для маневра, что также может повлиять на величину отклонения от бенчмарка. Поэтому утверждать о наличии однозначного направлении изменения отклонения доходности фонда от доходности бенчмарка и выделить наилучший из них в каждой фазе цикла пока не представляется возможным.

Литература

1. Федорова Е. А., Панкратов К. А. Влияние мирового финансового рынка на фондовый рынок России // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 2. С. 78–83.
2. Федорова Е. А., Лазарев М. П. Влияние цены на нефть на финансовый рынок России в кризисный период // Финансы и Кредит. т. 20, вып.20, май 2014, стр. 14–22.
3. Basher S. A. and Sadorsky P. Oil price risk and emerging stock markets // Global Finance Journal. 2006. № 17. Pp. 280–292.
4. Федоров А. Б. «Влияние экономических циклов на доходность хедж-фондов» // Магистерская диссертация, 2019 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // Электронный ресурс // URL: https://on.econ.msu.ru (дата обращения: 09.08.2021).
5. Информационно-аналитическая база Bloomberg // Электронный ресурс Bloomberg.com // URL: https://www.bloomberg.com/europe (дата обращения: 09.08.2021).

THE INFLUENCE OF MACROECONOMIC FACTORS ON THE DEVIATION OF THE EXCHANGE-TRADED FUND'S PROFITABILITY FROM THE BENCHMARK

Aleshina A. V., Fedorov A. B.
Lomonosov Moscow State University

In recent years, the role of ETF funds in financial markets in different countries has been increasing. Investments in ETF funds are carried out as private investors in order to diversify their risks, as well as large institutional investors, including hedge funds. In the study, the task was to form a selection model for the portfolio of hedge fund ETF funds. Testing of the ETF fund selection model was carried out based on the selection of funds for each individual strategy according to the principle of the lowest value of the Tracking Error parameter (minimizing the variance of the deviation of the yield of the ETF fund from the corresponding benchmark). Further, the obtained model was tested on new and relevant data, as well as the refinement of this model taking into account additional factors to obtain more accurate results.

Keywords: exchange-traded funds, ETF funds, hedge funds, investments, hedge fund investment portfolio.

References

1. Fedorova E. A., Pankratov K. A. The impact of the global financial market on the stock market of Russia // Audit and financial analysis. 2009. No. 2. pp. 78–83.
2. Fedorova E. A., Lazarev M. P. The impact of oil prices on the financial market of Russia during the crisis period // Finance and Credit. vol. 20, issue 20, May 2014, pp. 14–22.
3. Basher S. A. and Sadowsky P. Oil price risk and emerging stock markets // Global Finance Journal. 2006. № 17. Pp. 280–292.
4. Fedorov A. B. «The influence of economic cycles on the profitability of hedge funds» // Master's thesis, 2019, // Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University // Electronic resource // URL: https://on.econ.msu.ru (accessed: 09.08.2021).
5. Bloomberg information and analytical base // Electronic resource Bloomberg.com // URL: https://www.bloomberg.com/europe (accessed: 09.08.2021).

Анализ ликвидности фьючерсов и опционов на примере торговли деривативами на Московской бирже

Алешина Анна Валентиновна,
к.э.н., доцент, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова,
E-mail: annaaaleshina@mail.ru

Патрон Кирилл Анатольевич,
МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: patronland2000@gmail.com

Вопросы ликвидности на рынке производных финансовых инструментов являются очень важными для участников рынка, так как при исчезновении ликвидности на рынке становится невозможно выстраивание определенных торговых стратегий, участники не могут выйти из открытых позиций, что приводит к их убыткам и принудительным закрытиям позиций по маржинколлам. Поэтому вопрос ликвидности как рынка в целом, так и ликвидности по отдельным инструментам является очень важным. В статье предпринята попытка оценить ликвидность российского срочного рынка по классам деривативов: фьючерсов и опционов. Сделан вывод о наличии тенденции роста объема сделок на рынке как фьючерсов, так и опционов. Однако, в работе сделан вывод о том, что ликвидность рынка опционов пока недостаточна для выстраивания торговых стратегий, нацеленных на хеджирование. В то время, как рынок фьючерсов существенно больше по объему. В кризисные периоды падение ликвидности всего рынка аналогичным образом сказывается на падении ликвидности отдельных инструментов на срочном рынке.

Ключевые слова: ликвидность, срочный рынок, фьючерсы, опционы, Commonality in liquidity.

На рынке капиталов одной из наиболее показательных характеристик финансовых инструментов является их ликвидность. Более ликвидные активы имеют более значительные объемы на торгах. Причин тому несколько: благодаря высокому уровню ликвидности проще определить ценность активов, исключить вероятность рыночного «манипулирования» и сократить транзакционные торговые издержки. Совокупность перечисленных факторов самым благоприятным образом влияет на P&L (profit&loss statement) инвестора. Большая или меньшая ликвидность финансового инструмента в итоге влияет на то, какой инструмент хеджеры будут использовать для операции хеджирования.

Ликвидность производных финансовых инструментов (деривативов) напрямую влияет на биржевую торговлю, чем обусловлена актуальность темы анализа деривативов Московской биржи в контексте подтверждения или опровержения феномена «Commonality in liquidity» с изучением причин нехватки ликвидности и использования полученных выводов для операций хеджирования. Исследование затронет общие вопросы о ликвидности биржевых инструментов, ликвидности рыночных деривативов и операций хеджирования.

Деривативы могут быть биржевыми и внебиржевыми. Первые включают в себя биржевые опционы и фьючерсные контракты, Московская биржа торгует фондовыми, валютными, товарными и процентными фьючерсами. Опционы делятся на индексные, товарные, валютные и фондовые. Все эти инструменты подходят для хеджирования, но сначала требуется определить их ликвидность.

Производные финансовые инструменты изначально задумывались как инструмент для хеджирования разных типов рисков. Мировой кризис 2007–2009 годов продемонстрировал, что производные финансовые инструменты могут быть наоборот катализатором кризисных явлений на рынке [1, стр. 645].

Фьючерсы — контракты с фиксированной ценой и объемами поставки активов на конкретную дату [2]. Продавец фьючерса обязуется продать в будущем базовый актив по сегодня установленной цене. При этом фьючерсы могут быть как поставочными, когда актив должен быть физически поставлен в будущую дату, так и расчетным, когда осуществляются только денежные расчеты без

поставки самого актива. На практике все хеджеры по фьючерсам подразделяют на два типа:

– с короткими хеджинговыми позициями;

– с длинными хеджинговыми позициями.

Под короткой фьючерсной позицией понимают ситуацию, когда владеющий рыночным активом агент обязуется продать его в будущем, при этом установлена фиксированная цена, определяемая в текущем временном моменте. Длинная фьючерсная позиция касается ситуаций, когда у рыночного агента нет актива, но он обязан по контракту его приобрести в будущем по фиксированной сегодня цене. Такая стратегия целесообразна при твердом намерении приобрести активы и желании зафиксировать цену на них.

Биржевые опционы делятся на два типа — опцион «пут» (put option) и опцион «колл» (call option).

Опцион пут дает право продавцу (а не обязанность как во фьючерсе) продать базовый актив в будущем по установленной в опционе цене (называется цена страйк). Если цена базового актива ниже, чем цена страйк, такой опцион становится для покупателя опциона выгодным и такой опцион называют «in the money».

Опцион колл дает право агенту рынка приобрести актив в будущем, когда цена страйк станет ниже рыночной при условии свершения события до окончания срока опциона — maturity. По каждому из этих 2 опционов предусмотрены короткие и длинные позиции.

Плюсы и минусы фьючерсных контрактов в хедж-операциях указаны в таблице 1.

Процесс принятия решения об использовании в хеджированных операциях фьючерсов и опционов можно представить в виде следующих этапов (рис. 1).

Реализуемая Банком России политика направлена на увеличение ликвидности производных финансовых инструментов. При этом Центральный банк России всегда подчеркивал необходимость адекватного регулирования рынка производных финансовых инструментов, чтобы не повторить кризиса 2007–2009 годов [3, стр. 2].

Таблица 1. Плюсы и минусы хеджирования с использование фьючерсов

Плюсы хеджирования с использованием фьючерсов	**Недостатки хеджирования с использованием фьючерсов:**
1. Достаточно высокая ликвидность фьючерсов на Мосбирже по сравнению с ликвидностью опционов	1. Контракт имеет срок действия и в течение этого срока ликвидность может уменьшаться
2. Высокая надежность фьючерсов, так как биржа отвечает за исполнение контракта, и если вторая сторона фьючерса контракт исполнить не может, то биржа исполняет контракт сама и потом взыскивает убытки с другой стороны самостоятельно	2. Условия фьючерсного контракта устанавливает биржа, включая номинал контракта, его срок, и вид базового актива, поэтому пока биржа не предложит фьючерс на конкретный вид актива, до этого момента не будет возможности хеджировать этот актив через фьючерс
3. Невысокие требования к марже по фьючерсам	

Источник: составлено авторами.

Серьезным событием в развитии российского рынка производных финансовых инструментов стало объединение Московской Межбанковской Валютной Биржи в декабре 2011 года с ОАО «Фондовая биржа РТС», на базе которых была создана Мосбиржа и секция срочного рынка Мосбиржи во многом является продолжателем секции срочного рынка на бирже РТС.

После этого объединения объемы сделок на срочном рынке Мосбиржи неуклонно росли каждый год (рис. 2).

С 2012 года по середину 2021 года объем открытых сделок на срочном рынке на Мосбирже увеличился практически в два раза с 380 млрд рублей в 2012 году до 738 млрд руб. в июне 2021 года (рис. 2).

Рис. 1. Процесс принятия решения об использовании в хеджированных операциях фьючерсов и опционов

Источник: построено авторами.

В настоящее время на срочном рынке Московской Биржи торгуются [4]:

1) поставочные фьючерсные контракты на акции российских и иностранных эмитентов, на ОФЗ;
2) расчетные фьючерсные контракты на индексы, валютные пары, процентные ставки, товары;
3) опционы на указанные фьючерсные контракты.

Необходимо отметить тенденцию последних лет по росту количества инвесторов-физических лиц на рынке производных финансовых инструментов. Необходимо отметить в первую очередь спекулятивную составляющую такого участия физических лиц в торговле деривативами с одной стороны, однако, физические лица своими заявками на рынке производных финансовых инструментов таким образом создают и повышают ликвидность рынка (рис. 3).

Рис. 2. Динамика открытых сделок на срочном рынке Московской биржи за 2012–2021 годы (в млрд рублей) [3, стр. 34]

Рис. 3. Объемы открытых позиций физических лиц на фьючерсном рынке Московской биржи за 2018–2021 годы (в млрд рублей) [3, стр. 35]

Для развития рынка производных финансовых инструментов Центральный Банк России заинтересован в росте ликвидности данного рынка как необходимым условием его развития.

Производные финансовые инструменты основаны на базовом активе, что обеспечивает взаимосвязь срочного рынка с другими сегментами финансовых рынков, например, валютные фьючерсы тесно связаны с валютным рынком, фьючерсы на индексы и фьючерсы и опционы на акции тесно связаны с фондовым рынком.

Фьючерс, на который приходится наибольшее количество сделок с деривативами в мире — это фьючерс на процентную ставку (рис. 4).

Суммарная величина внебиржевых деривативов на процентную ставку выросла со 86,87 трлн долларов в 2002 году до практически 488,1 трлн долларов в первой половине 2021 года [5]. При этом доля биржевых фьючерсов по сравнению с объемом внебиржевых сделок в мире существенно меньше (рис. 4) — практически в 15 раз (рис. 5).

Суммарная величина биржевых деривативов на процентную ставку выросла со 10,05 трлн долларов в 2002 году до 34,04 трлн долларов в первой половине 2021 года [6].

На рынке США на сделки с процентными деривативами приходится порядка 80% общего торгового объема от всех деривативов. Причина этого кроется в малом количестве маркетмейкеров, способных обеспечить ликвидность процентных ставок.

На Московской бирже производные финансовые инструменты имеют невысокие объемы и, как следствие, невысокую ликвидность по сравнению с американским рынком. Причина кроется в ряде

факторов. По валютным деривативам (фьючерсам и опционам) достаточно мало маркетмейкеров, которые готовы брать на себя валютные риски на большие суммы, так как память о резком росте валютного курса в 1998 году (в 4 раза) и в 2014 году (в 2 раза) еще жива среди институциональных инвесторов, и поэтому сделки хотя и происходят на рынке валютных деривативов, но относительно на небольшие величины. Безусловно, по сравнению с тем, что было еще несколько лет назад, ситуация с ликвидностью на рынке деривативов на Мосбирже существенно улучшилась, но она пока недостаточна для активного использования деривативов для операций хеджирования. Кроме того, российский рынок характеризуется достаточно высокой волатильностью, что также сдерживает объем рынка деривативов, так как не все инвесторы готовы к резким скачкам цен на базовые активы, и соответственно к возможным убыткам от операций с деривативами.

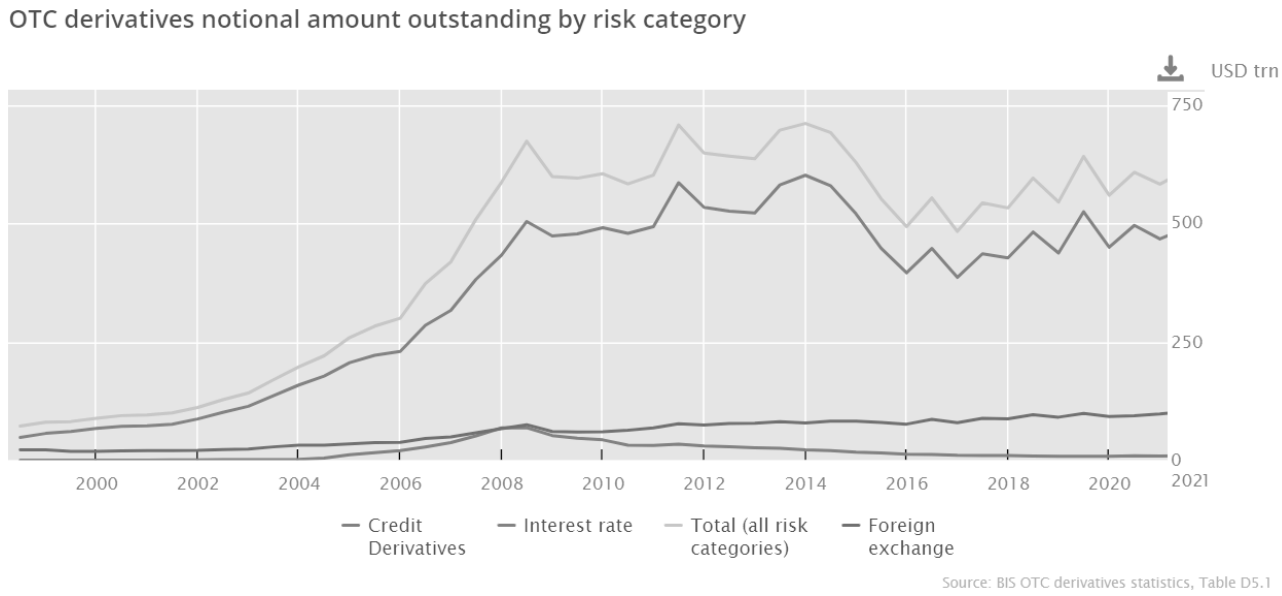

Рис. 4. Объемы внебиржевых деривативов по группам в мире за период с 2000 до 2021 (1 полугодие), в трлн долларов США [5]

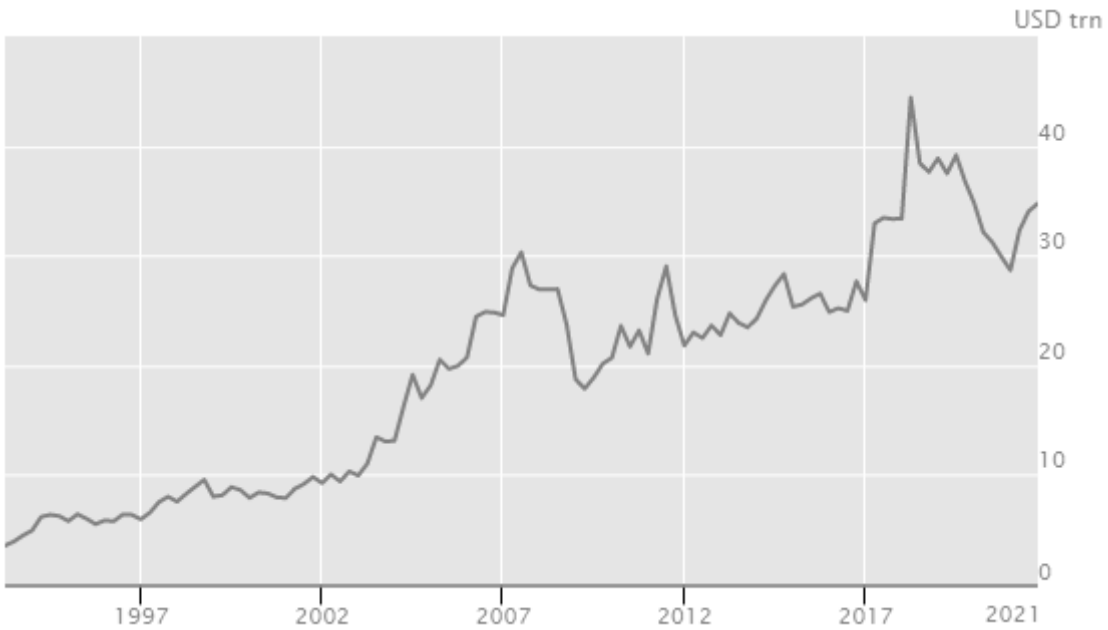

Рис. 5. Объемы внебиржевых деривативов по группам в мире за период с 2000 до 2021 (1 полугодие), в трлн долларов США [5]

Для того, чтобы сделка на рынке производных финансовых инструментов состоялась — необходимо, чтобы покупатели и продавцы одного и того же инструмента нашли друг друга. Временные и финансовые затраты на это называют транзакционными издержками. Сумма этих расходов включается в цену актива, поэтому ключевой показатель ликвидности — это спред, или разница между минимальной продажной и максимальной покупной ценой.

В аспекте рассмотрения ликвидности рынка деривативов, можно предположить осуществление крупных сделок с активами без резких скачков цены. Также критериями рыночной ликвидности [7] являются следующие параметры:

– быстрота совершения сделок любого размера;
– плотность рынка, иллюстрирующая отличие цен сделок от средних, сложившихся на рынке;
– рыночная глубина с объемом сделок, наиболее вероятных к реализации по конкретным ценам;
– упругость — параметр, показывающий скорость возврата цены к исходному значению после закрытия крупной сделки.

Логично сделать вывод, что чем выше будут перечисленные показатели, тем более ликвидным будет рынок. Далее по цепочке: на ликвидном рынке комфортнее и быстрее совершаются все сделки, включая сделки, направленные на хеджирование рисков.

Структурные единицы рынка — отдельно взятые финансовые инструменты: фьючерсы, опционы, акции, облигации и другие. Исследовать ликвидность необходимо через призму данных конкретных эмитентов, т.к. отождествление ликвидности с рынком в целом неправильно. При изучении спреда многие ученые брали сведения по отдельным ценным бумагам, а движущей силой при этом выступало истощение запасов, вызываемое отсутствием диверсификации игроков или обладание отдельными участниками ассиметричной информацией. Изучение отдельных акций констатировало следующую зависимость: обладание инсайдерскими данными сильно изменяло значение спреда (Kyle, 1985) [8], (Admati, Peiderer, 1988) [9].

Выдвинутая в статье «Commonality in liquidity» (Chordia T., Roll R., Subrahmanyam A., 2000) [10] гипотеза о детерминантах ликвидности в виде общих рыночных факторов стала научным прорывом, феномен «Commonality in liquidity» прочно вошел в методологию определения ликвидности. «Феномен, названный «Commonality in liquidity», фактически определяется как доля ликвидности фирмы, которая объясняется факторами, присущими рынку или отрасли в целом» [15].

После 2000 года в большом количестве работ проверялась эта гипотеза, которая получила свое подтверждение.

Goyal в 2014 г. [16] занимался исследованием феномена «Commonality in liquidity» на примере индийской биржи NSE (National Stock Exchange). Предметом изучения была ликвидность опционов и обыкновенных акций на индийской бирже. Результатом исследовательской работы было подтверждение того, что упомянутый выше феномен присутствует и на развивающихся рынках в том числе. Таким образом, недостаточно изучать вопрос ликвидности отдельных фьючерсов или опционов, необходимо также вопрос ликвидности рассматривать в совокупности с проверкой фактора «Commonality in liquidity» на рынке.

Остановимся на причинах феномена. Под торговой активностью понимается рыночная реакция на колебания цен актива с учетом временного лага. Объем торгов выступает ключевым фактором определения уровня актива в портфеле игроков, поэтому любые изменения этих торговых объемов вызывают динамику оптимальных уровней по данному активу в портфеле всех участников рынка. Следствием данных явлений становится движение спреда между ценой спроса и предложения, происходит параллельная корректировка всех параметров ликвидности (в частности, глубины рынка).

Существует зависимость рыночного риска актива от волатильности цены на него, что может быть связано с общими настроениями на рынке (пессимистическими или оптимистическими). При этом многие крупные сделки, для совершения которых используется алгоритмическая торговля, могут оказывать давление на поведение более мелких игроков. При корреляции объемов торгов в разрезе отдельных рыночных активов может происходить аналогичная корреляция ликвидности этих активов. Что является подтверждением гипотезы того, что существует влияние общей ликвидности всего рынка в данный момент времени на ликвидность деривативов на Мосбирже.

Возникновение феномена «commonality in liquidity» на рынках ПФИ обусловлено двумя причинами:
1) маркетмейкеры не обеспечивают достаточную рыночную ликвидность;
2) на предоставленную ликвидность предъявляется низкий спрос.

Возможность маркетмейкеров обеспечить ликвидность зависит от величины их капитала, а также требований, предъявляемых к марже по деривативам. Ограничением возможности обеспечивать ликвидность на рынке со стороны макермейкеров могут стать любые шоковые изменения, например, изменение процентных ставок, объемов торгов, увеличение волатильности цен по базовому активу, скачки валютных курсов и другие факторы. Когда на рынке происходят кризисные явления, в том числе финансовая паника, низкая ликвидность базового актива неминуемо повлияет на ликвидность на рынке опционов и фьючерсов на этот актив.

Движение рынка против открытых трейдерами позиций вызывает массовые убытки. Трейдерам становится сложно поддерживать свои позиции при вероятном повышении маржинальных требований, поэтому они начинают сокращать открытые позиции. Результат — одновременное снижение ликвидности на рынках фьючерсов и опционов (Benzennoua, 2020) [11]. Кризисные явления на фондовом рынке часто приводят к сокращению ликвидности (Roll, 1988) [12].

Аналогичного анализа на основе данных Мосбиржи ранее не проводилось, поэтому выявление наличия или отсутствия эффекта «Commonality in liquidity» на Мосбирже является актуальным. Кроме того, исследование изменений ликвидности на рынке деривативов Мосбиржи имеет высокую практическую значимость для трейдеров, частных и институциональных инвесторов.

Возьмем актуальные данные по объемам и количеству контрактов торговли опционами и фьючерсами в разрезе отдельных классов производных финансовых инструментов, что позволит сформировать полное представление о текущей ситуации рынка деривативов Московской биржи. Рассмотрим график, иллюстрирующий динамику торговых объемов на срочном рынке Мосбиржи (рис. 6).

Рис. 6. Объем торгов на срочном рынке Мосбиржи за период с 2014 по 2020 года, в трлн рублей [13]

Рынок производных финансовых инструментов за последние годы существенно вырос — с 55 трлн рублей в 2014 году до 130 трлн в 2020 году (рис. 6). Рост объема торгов за 2020 г. по сравнению с предыдущим 2019 годом составил 58%. Одной из причин является высокая волатильность цен на базовые активы. Можно смело утверждать, что 2020 — это год рекордных торговых объемов деривативами, с 82 трлн руб. в 2019 г. произошел скачок до 130 трлн руб. в 2020 г.

Рис. 7. Количество контрактов на срочном рынке Мосбиржи за период с 2014 по 2020 года, в млн [13]

Анализ графика на рисунке 7 позволяет сделать вывод, что в 2020 г. был поставлен рекорд не только по объемам торгов, но и по количеству контрактов срочного рынка — 2119,9 млн руб., что на 46% больше по сравнению с предыдущим периодом. Параллельная динамика объемов торгов и числа контрактов обуславливает неизменную среднюю контрактную цену. Предыдущее высокое значение показателя зарегистрировано в 2016 г. — сумма заключенных контрактов составила 1963,5 млн руб.

Анализ объемов торговли опционами и фьючерсами на Московской бирже в динамике показывает стабильный рост фьючерсных сделок (124516 млрд руб.) и слабую популярность опционов (5348 млрд руб.) в 2020 г. (рис. 8) По сравнению с цифрами за 2019 г. рост объемов торговли фьючерсами составил почти 61%. Для проверки гипотезы о более высокой ликвидности фьючерсов и о ярко выраженном феномене «Commonality in liquidity» на рынке опционов рассмотрим статистику торговых объемов Московской биржи за период с 2014 по 2020 г. в разрезе ПФИ (табл. 2).

В отличие от американского мирового рынка фьючерсов, на котором преобладают фьючерсы на процентную ставку (см. рис. 3 и 4), на российском срочном рынке преобладают валютные деривативы, и следующими за ними идут фьючерсы и опционы на индексы. В то время, как объемы сделок с деривативами на процентные ставки занимают последние позиции по объемам сделок.

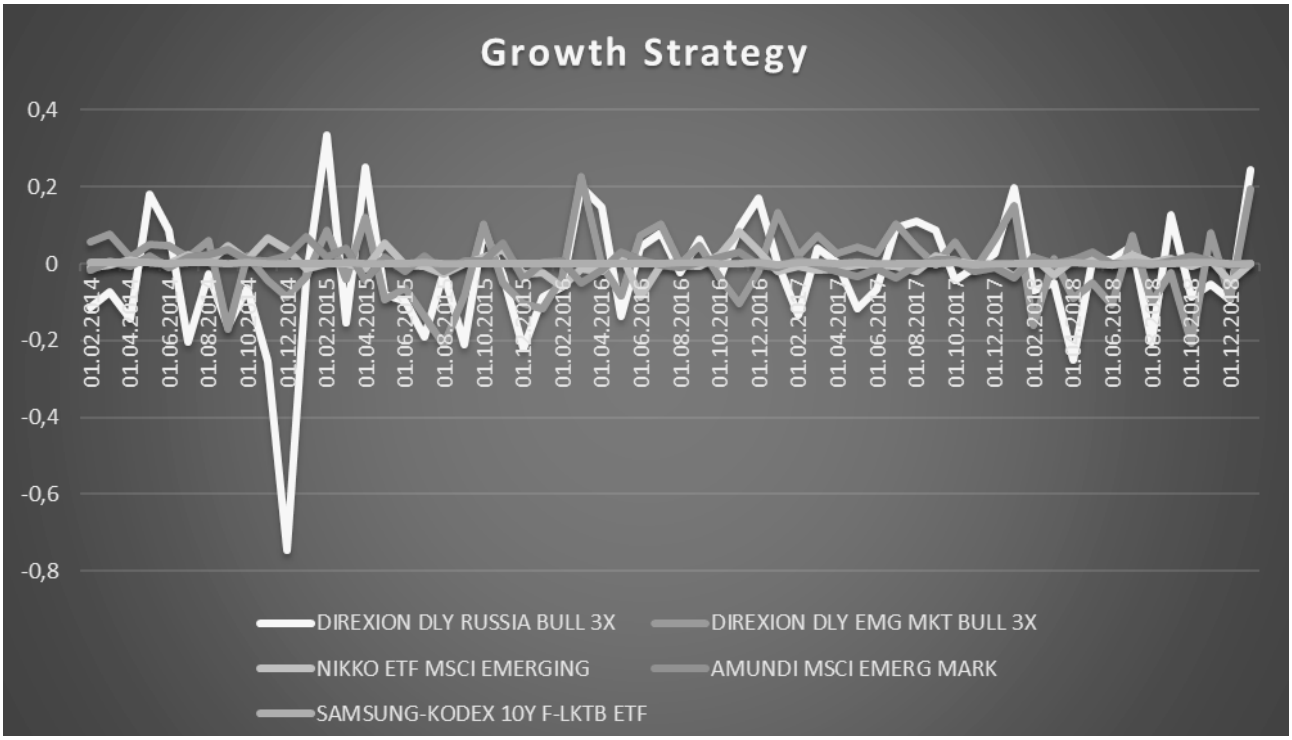

Рис. 8. Объем торгов фьючерсами и опционами на срочном рынке Мосбиржи за период с 2014 по 2020 года, в млрд рублей [13]

Таблица 2. Статистика торгов на Московской Биржей разными типами фьючерсов и опционов [13]

Объем торгов, млрд руб.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Фьючерсы:							
валютные	29404	62478	64561	39460	37868	28996	63369
процентные	92	25	27	17	10	12	5
фондовые	3338	3054	3529	3383	4439	4345	3957
индексные	21804	20291	26138	18486	19161	16504	29810
товарные	928	4383	15234	16278	20918	27519	27375
Опционы:							
валютные	2043	1412	2119	2184	2047	1478	1654
фондовые	50	60	87	35	25	51	30
индексные	3645	2002	3434	4440	4438	3107	3343
товарные	11	7	142	213	356	358	321

По валютным фьючерсам торговые объемы 2020 г. — 63,3 трлн руб., выше показатель был лишь в 2016 г. (64,6 трлн руб.). Причины использования этого производного финансового инструмента объясняются хеджированием валютных рисков, возникших вследствие распространения пандемии covid-19 и вызванного этим явлением экономического кризиса. Если сравнивать объем торгов валютными фьючерсами в 2020 г. и в 2019 г., рост составил более 218%.

Торговля процентными фьючерсами стабильно показывает отрицательную динамику, в 2020 г. показатель равен 5 млрд руб., годом ранее он составлял 12 млрд руб. Если сравнивать с данными 2014 г., речь идет о 18-кратном сокращении торговых объемов.

По фондовым фьючерсам объемы торгов 2020 г. лишь немного уступили показателю 2019 г. Индексные фьючерсы более активно продавались — прирост в 2020 г. составил 13,3 трлн руб. По товарным фьючерсам динамика отсутствовала.

Торговля опционами не показывает резких скачков, валютные опционы продавались в 2020 г. лучше, прирост — 12% по сравнению с 2019 г. Объем торговли индексными опционами в 2020 г. составил 3,3 трлн руб., что на 8% больше данных предыдущего периода. По товарным опционам торговые объемы упали в 2020 г. на 10% по сравнению с показателем годом ранее. Торговые объемы по фондовым опционам из года в год показывают высокую волатильность, если в 2019 г. речь шла об 51 трлн руб., то в 2020 г. показатель составил 30 трлн руб.

Сравним описанные выше параметры торговли ПФИ Московской биржи с объемами торгов на немецкой бирже Eurex (рис. 9).

Рис. 9. Объем торгов фьючерсами и опционами на бирже Eurex в сравнении с Московской биржей за период с 2013 по 2020 г. [13, 14]

Анализ сравнительного графика показывает заметное опережение немецкой биржи Eurex по объемам торгов на срочном рынке. Перевод в рубли был выполнен по кросс-курсу 90,5 руб. за 1 €.

Такая большая разница в объемах сделок на срочном рынке России и зарубежных срочных рынках, в том числе мировом рынке деривативов, вызвана рядом факторов. Одним из факторов является относительная «молодость» российского срочного рынка, что демонстрирует достаточно быстрый рост рынка за короткий период времени. Другим фактором является достаточно высокая волатильность российского рынка, резкие скачки курсов валюты практически в 2 раза в разные годы, что затрудняет финансовым институтам осуществление прогнозирования рынка, и затрудняет выстраивание торговых стратегий, что приводит к недостаточно широкому перечню инвесторов на российском срочном рынке и, соответственно, низкой его ликвидности.

В сравнении с зарубежными срочными рынками необходимо отметить пока достаточно низкую ликвидность российского рынка и еще недостаточное количество его участников, что снижает возможность осуществление хеджирования сделок с использованием инструментов срочного рынка в России, особенно низкая ликвидность на рынке опционов. Существенно большая ликвидность на рынке фьючерсов.

Литература

1. Алешина А. В. Деривативы и риск мирового системного кризиса // Ломоносовские чтения-2018. Секция экономических наук. «Цифровая экономика: человек, технологии, институты»: сборник статей. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2018. — 869 с. // Электронный ресурс // URL: https://www.econ.msu.ru/sys/raw.php?o=50778&p=attachment (дата обращения: 01.09.2021).
2. Халл Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. — М.: Вильямс, 2018. — 1072 с.
3. Рынок производных финансовых инструментов: тенденции и риски. Информационно-аналитический материал, Москва, 2021 // Электронный ресурс // URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/126537/instruments_market_20210929.pdf (дата обращения: 01.09.2021).
4. Мосбиржа. Биржевая информация. Фьючерсы и опционы // Портал Мосбиржи // Электронный ресурс // URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/?g=10#/mode=groups&group=10&collection=227&boardgroup=45&category=main (дата обращения: 01.09.2021).
5. Статистика сделок с внебиржевыми деривативами Банка международных расчетов // Портал Банка международных расчетов // Электронный ресурс // URL: https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=2639 (дата обращения: 01.09.2021).
6. Статистика сделок с биржевыми фьючерсами на процентную ставку Банка международных расчетов // Портал Банка международных расчетов // Электронный ресурс // URL: https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/XTD_DERIV/Q.A.$C+B.T.TO1.8A?t=d1&c=&p=20213&i=2.2 (дата обращения: 01.09.2021).

7. Владыкина Е. В., Данилова Т. Н. Количественная оценка риска ликвидности актива // Рынок ценных бумаг. — 2007. № 12 (252). — С. 2–8.
8. Kyle A. Continuous auctions and insider trading // Econometrica. — 1985. № 53. — С. 1315–1335.
9. Admati A., Peiderer P. A theory of intraday patterns: volume and price variability // Review of Financial Studies. — 1988. № 1. — С. 3–40.
10. Chordia, Tarun and Subrahmanyam, Avanidhar and Roll, Richard W., Commonality in Liquidity. Journal of Financial Economics, — 2000. № 56. — С. 3–28. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=199530
11. Benzennoua B., Gwilymb O., Williams G. Commonality in liquidity across options and stock futures markets // Finance Research Letters. — 2020. № 32.
12. Roll R. The international crash of October 1987 // Financial Analysts Journal. — 1988. С. 19–35.
13. Статистические данные по объемам торгов на срочном рынке Мосбиржи за период 2014–2020 года // Портал Мосбиржи // Электронный ресурс // URL: https://www.moex.com/s868 (дата обращения: 01.09.2021).
14. Статистические данные по объемам торгов на срочном рынке Eurex за период 2013–2020 года // Портал биржи Eurex // Электронный ресурс // URL: https://www.eurex.com/ex-en/data/statistics/monthly-statistics (дата обращения: 01.09.2021).
15. Патрон К. А. Анализ ликвидности деривативов на Московской бирже с точки зрения возможности использования деривативов в операциях хеджирования // Курсовая работа, 2021 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // Электронный ресурс // URL: https://on.econ.msu.ru (дата обращения: 09.08.2021).
16. Syamala, Sudhakar Reddy and Reddy, Vanga Nagi and Goyal, Abhinav, Commonality in Liquidity: An Empirical Examination of Emerging Order–Driven Equity and Derivatives Market (Sept 8, 2014). Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 33, No. 317–334, 2014, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2792191

LIQUIDITY ANALYSIS OF FUTURES AND OPTIONS ON THE EXAMPLE OF DERIVATIVES TRADING ON THE MOSCOW EXCHANGE

Aleshina A. V., Patron K. A.
Lomonosov Moscow State University

Liquidity issues in the derivatives market are very important for market participants, since when liquidity disappears in the market, it becomes impossible to build certain trading strategies, participants cannot exit open positions, which leads to their losses and forced closing of positions on margin calls. Therefore, the issue of liquidity of both the market as a whole and liquidity for individual instruments is very important. The article attempts to assess the liquidity of the Russian derivatives market by classes of derivatives: futures and options. It is concluded that there is a trend of growth in the volume of transactions in the market of both futures and options. however, the paper concluded that the liquidity of the options market is still insufficient for building trading strategies aimed at hedging. While the futures market is significantly larger in volume. During crisis periods, the drop in the liquidity of the entire market similarly affects the drop in the liquidity of individual instruments in the derivatives market.

Keywords: liquidity, derivatives market, futures, options, Commonality in liquidity.

References

1. Aleshina A. V. Derivatives and the risk of a global systemic crisis // Lomonosov Readings-2018. Section of Economic Sciences. «Digital economy: people, technologies, institutions»: a collection of articles. — M .: Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov, 2018. — 869 p. // Electronic resource // URL: https://www.econ.msu.ru/sys/raw.php?o=50778&p=attachment (accessed: 01.09.2021).
2. Hull John K. Options, futures and other derivative financial instruments. — M .: Williams, 2018. — 1072 p.
3. Market of derivative financial instruments: trends and risks. Information and analytical material, Moscow, 2021 // Electronic resource // URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/126537/instruments_market_20210929.pdf (accessed: 01.09.2021).
4. Moscow exchange. Exchange information. Futures and options // Moscow exchange portal // Electronic resource // URL: https://www.moex.com/ru/marketdata/?g=10#/mode=groups&group=10&collection=227&boardgroup=45&category=main (accessed: 01.09.2021).
5. Statistics of transactions with OTC derivatives of the Bank for International Settlements // Portal of the Bank for International Settlements // Electronic resource // URL: https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=2639 (accessed: 01.09.2021).
6. Statistics of transactions with exchange futures for the interest rate of the Bank for International Settlements // Portal of the Bank for International Settlements // Electronic resource // URL: https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/XTD_DERIV/Q.A.$C+B.TTO1.8A?t=d1&c=&p=20213&i=2.2 (accessed: 01.09.2021).
7. Vladykina E. V., Danilova T. N. Quantitative assessment of asset liquidity risk // Securities market. — 2007. No. 12 (252). — P. 2–8.
8. Kyle A. Continuous auctions and insider trading // Econometrica. — 1985. No. 53. — С. 1315–1335.
9. Admati A., Peiderer P. A theory of intraday patterns: volume and price variability // Review of Financial Studies. — 1988. No. 1. — S. 3–40.
10. Chordia T., Roll R., Subrahmanyam A. Commonality in liquidity // Journal of Financial Economics. — 2000. No. 56. — P. 3–28.
11. Benzennoua B., Gwilymb O., Williams G. Commonality in liquidity across options and stock futures markets // Finance Research Letters. — 2020. No. 32.
12. Roll R. The international crash of October 1987 // Financial Analysts Journal. — 1988. S. 19–35.
13. Statistical data on trading volumes on the derivatives market of the Moscow Exchange for the period 2014–2020 // Portal of the Moscow Exchange // Electronic resource // URL: https://www.moex.com/s868 (accessed: 01.09.2021).
14. Statistical data on trading volumes on the Eurex derivatives market for the period 2013–2020 // Portal of the Eurex exchange // Electronic resource // URL: https://www.eurex.com/ex-en/data/statistics/monthly- statistics (accessed: 01.09.2021).
15. Patron K. A. Analysis of the liquidity of derivatives on the Moscow Exchange from the point of view of the possibility of using derivatives in hedging transactions // Coursework, 2021, // Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov // Electronic resource // URL: https://on.econ.msu.ru (accessed: 08.09.2021).
16. Syamala, Sudhakar Reddy and Reddy, Vanga Nagi and Goyal, Abhinav, Commonality in Liquidity: An Empirical Examination of Emerging Order–Driven Equity and Derivatives Market (Sept 8, 2014). Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 33, No. 317–334, 2014, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2792191

Закрытые паевые фонды недвижимости: тенденции и перспективы

Уринцов Аркадий Ильич,
д.э.н., проф., зав. кафедрой цифровой экономики института развития информационного общества РЭУ им. Г. В. Плеханова
E-mail: urintsov.ai@rea.ru

Шахбанов Ильяс Магомедрасулович,
магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова, инвестиционный аналитик ООО «Смайнэкс Управление Активами»
E-mail: ilyas.shakhbanov@gmail.com

Плетнева Александра Антоновна,
ведущий специалист, Московский фонд реновации жилой недвижимости застройки
E-mail: aleksandra.plent2001@yandex.ru

В статье рассматриваются особенности закрытых паевых фондов, приводится их подробная классификация, раскрываются положительные и отрицательные черты. Отдельное внимание уделяется стратегиям, которые применяются для эффективного функционирования фондов, а также поведению инвесторов в каждом из возможных случаев. Автор обосновывает эффективность применения закрытых паевых фондов для рынка недвижимости и оценивает возможные риски. Приводится нормативно-правовая база, регламентирующая деятельность паевых фондов в Российской Федерации. Рассматриваются стратегии управления фондом, виды инвесторов и их возможные модели поведения. Оценивается значимость ЗПИФов для сферы строительства.

Ключевые слова: закрытые паевые фонды недвижимости, паевые фонды, рынок недвижимости, рынок ценных бумах, инвестор, фонды, паи, стратегия, доход, управляющая компания.

Введение

На сегодняшний день рынок недвижимости в России и во всём мире является одним из самых привлекательных для инвестиций. По мере развития рыночных отношений появляются различные формы финансирования, варианты получения прибыли. Инвесторы стремятся снижать риски, при том вкладывать деньги в перспективные и прибыльные проекты. Недвижимость всегда будет востребована, как жилая, так и коммерческая, в связи с чем поиск новых форм вложений не прекратится. Одним из эффективных способов инвестирования на долгосрочный период является вложение средств в закрытые паевые фонды (далее — ЗПИФы).

Сущность закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости

Сущность ЗПИФ заключается в возможности коллективного инвестирования в конкретную хозяйственную деятельность для достижения различных целей. При этом имущество фонда передаётся в доверительное управление управляющей компании [1].

Для того, чтобы профинансировать проект, традиционно применяются два способа: долговое и долевое финансирование (рис. 1). На рисунке 1 представлены способы инвестиций проектов, в том числе в сфере недвижимости.

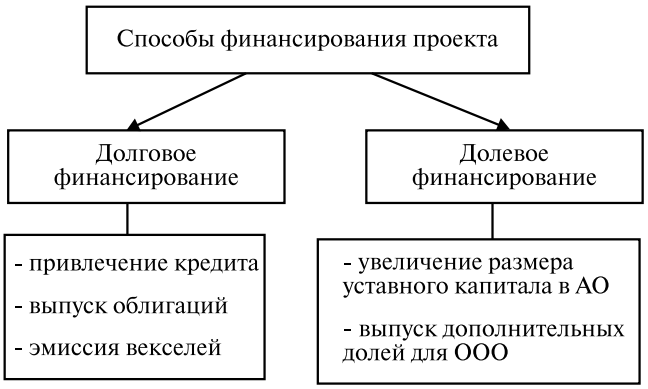

Рис. 1. Традиционные способы финансирования проектов в сфере недвижимости

Указанные способы финансирования проектов имеют свои плюсы и минусы. Достоинством финансирования проектов в сфере недвижимости с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости является возможность привлечения широкого круга инвесторов, как частных, так и институциональных, как с крупными суммами инвестиций, так и с небольшими суммами.

ЗПИФы в последнее годы (рис. 2) развиваются все более активно, что демонстрирует востребованность такого формата инвестиций.

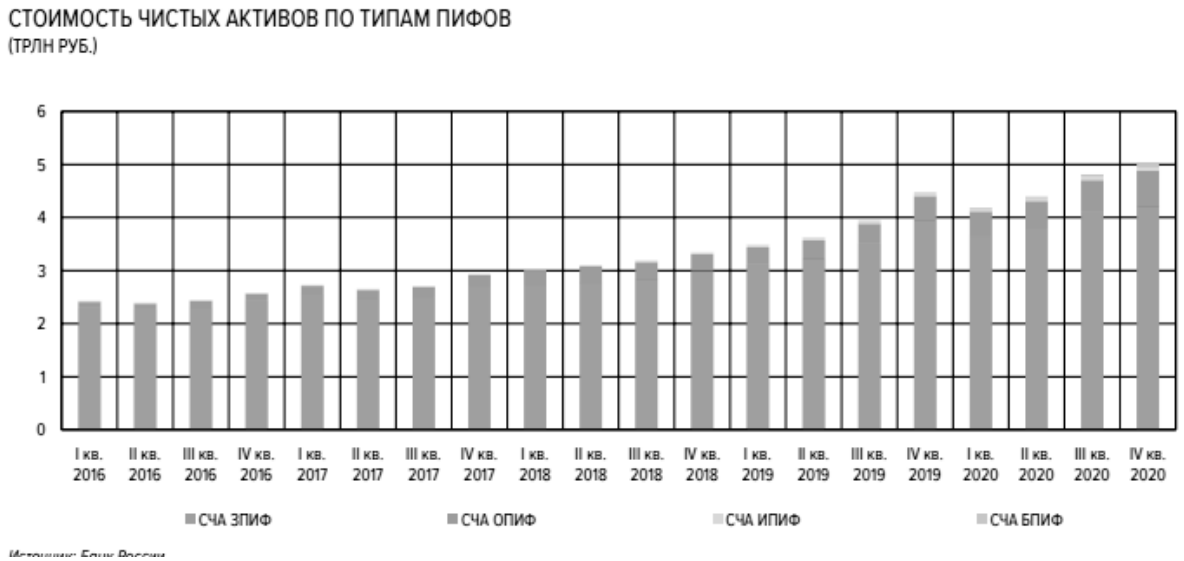

Рис. 2. Динамика стоимости чистых активов по типам ПИФов за период с 2016 по 2020 год, в трлн руб. [2, стр. 5]

Стоимость чистых активов ЗПИФов с 2016 по 2020 год выросла практически в 2 раза — с 2,3 трлн рублей в начале 2016 года до 4,1 трлн долларов США в конце 2020 года [2].

Инвесторов ЗПИФ делят на две группы:

1) стратегические — осуществляют контроль над объектом инвестиций, получают прибыль;
2) экономические — принимают участие в операционной деятельности, заинтересованы в доходности.

Соответственно фонды могут включать в себя обе категории инвесторов [3], в этой связи их можно разделить на три группы, представленные в таблице 1.

Таблица 1. Классификация ЗПИФов в зависимости от вкладчиков

Название	Описание
Розничные фонды	Формируются для привлечения средств широкого круга экономических инвесторов. Подобные фонды имеют не высокую стоимость пая и прочие условия для массовых инвестиций
Специализированные фонды	Формируются для стратегических инвесторов для вложений в согласованные активы. Фонды подобного рода имеют небольшое количество вкладчиков

В свою очередь розничные фонды делятся на фонды частных и институциональных инвесторов в зависимости от предназначения. Первые формируются с целью привлечения инвестиций физических и юридических лиц, которые не имеют ограничения для вложений в ЗПИФ в соответствии с законодательством РФ. Вторые ориентированы на государственные и пенсионные фонды, страховые компании, а также на привлечение целевого капитала некоммерческих организаций. Такие фонды отличаются жесткими требованиями к инвестиционной политике фонда, использованию прибыли, получаемой от инвестиционной деятельности, ограниченным перечнем разрешенных для вложений объектов имущества.

Розничные ЗПИФы недвижимости можно разделить на публичные и частные [4].

Публичный фонд — розничный фонд, его паи могут свободно обращаться на организованном рынке. К ним относят фонды институциональных инвесторов, потому что законом предусмотрена необходимость биржевого обращения инвестиционных паев.

Частный фонд — это такой фонд, где паи обращаются на вторичном рынке с низкой интенсивностью, при этом их паи нельзя купить на бирже. Частные фонды в первую очередь могут быть интересны консервативным инвесторам, не склонным к спекуляциям с ценными бумагами.

ЗПИФы делят на ориентированные на получение дохода и не ориентированные на получение дохода. Такая классификация обосновывается тем, что иногда целью фонда выступает оптимизация налогов и защита объекта недвижимости от поглощения. Некоторые бизнес-структуры используют фонды в качестве инструмента для инвестиций, и они называются специализированными и «схемными».

Специализированные ЗПИФы, ориентированные на получение дохода, подразделяются на следующие виды:

- партнерские ЗПИФы — формируются для привлечения инвестиций сторонних организаций и последующей совместной реализацией проектов. Использование ЗПИФа позволяет привлечь инвестиции для различных проектов с помощью покупки паев фонда несколькими инвесторами, что гарантирует снижение рисков для участников сделки;

- оптимизирующие ЗПИФы — предназначены для налоговой оптимизации, так как в соответствии с Налоговым кодексом РФ фонды не являются плательщиками корпоративного налога.

Фонды, не ориентированные на получение дохода, делятся на консолидирующие, секъюритизирующие и защитные в зависимости от выполняемых функций. Рассмотрим подробнее каждый из видов.

1. **Консолидирующие фонды недвижимости** используют в целях объединения разрозненных активов компании, повышению эффективности контроля за объектами и увеличения таким образом их совокупной стоимости благодаря эффекту масштаба, что приводит к росту капитализации организации.
2. **Секьюритизирующие фонды недвижимости** представляют собой инструмент превращения актива (недвижимости) в ценные бумаги (секьюритизацию), что позволяет отделить права собственности в форме титула собственности от самого объекта недвижимости. Таким образом, заключается сделка не самим активом (недвижимостью), а с ценными бумагами на этот актив (паями ЗПИФа), которые можно более оперативно продать, при необходимости, или передать в залог.
3. **Защитные фонды недвижимости** представляют собой механизм защиты недвижимых активов от недружественных действий со стороны конкурирующих компаний, рейдеров или иных лиц, которые могут пытаться лишить компанию выгодных активов незаконными способами. Защита обеспечивается механизмом оформления паев и недвижимости, являющейся активам фонда. Данные о держателях паев хранятся у держателя реестра паев фонда. Вся информация в данном реестре конфиденциальна и не подлежит передаче или разглашению третьим лица м, что делает маловероятной получение информации о правах собственности недружественным лицам. В случае возникновения риска покушения на недвижимые активы, паи могут быть оперативно проданы другим лицам по завершении юридической процедуры спора.

Далее рассмотрим классификацию закрытых паевых фондов по функциональному назначению, изображённую на рис. 3.

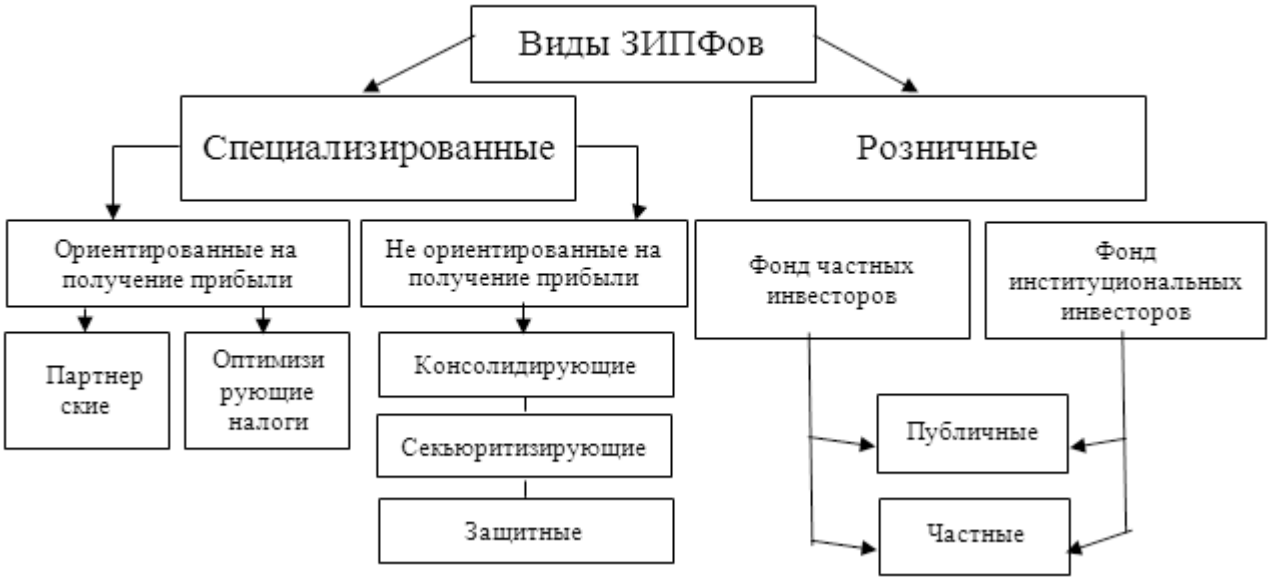

Рис. 3. Классификация ЗИПФов по функциональному значению

Помимо представленных выше классификаций, существуют и другие виды, рассмотрим их для создания всестороннего представления о ЗПИФ.

ЗПИФ — фонд, который эффективно справляется с различными ситуациями, возникающими в строительной сфере. Например, с «долгостроями» и в целом позволяет работать с объектами, которые находятся на разных этапах, даже на нулевом (этапе котлована). Безусловно, в зависимости от того, на какой стадии находится объект, будет расти и уменьшаться степень риска, повышается или понижается степень доходности. По этому принципу ЗПИФы делят на фонды с агрессивной и консервативной стратегиями управления.

Агрессивные — фонды, которые занимаются спекулятивными операциями, вкладываются в проекты на начальной стадии. К примеру, такой фонд может инвестировать деньги в объект недвижимости на этапе строительно-монтажных работ. Так, вкладчики имеют возможность в разы увеличить прибыль, однако такие вложения сопряжены с высоким уровнем риска. Поэтому такие фонды предназначены обычно для квалифицированных инвесторов, которые могут лучше оценить возможные риски данного фонда и не будут вкладывать последние деньги в один фонд.

Консервативные — вкладывают средства в проекты, чтобы использовать их в дальнейшем и полу-

чать рентный доход. В данном случае доходность будет меньше, чем в агрессивном фонде, но уровень риска снижается.

Фонды с агрессивной и консервативной стратегиями управления также делят на несколько других видов. Рассмотрим их на рис. 4.

Рис. 4. Классификация ЗИПФов с агрессивной и консервативной стратегиями управления

Строительные ЗПИФы недвижимости нацелены на получение дохода от строительства и реализации объекта недвижимости. Процесс финансирования проекта строится следующим образом.

1. Внесение денежные средств или земельного участка для строительства в состав ЗПИФа.
2. Заключение договора с управляющей компанией, которая будет осуществлять строительство за счет средств ЗПИФа.
3. Осуществление строительства и финансирование за счет средств ЗПИФа.
4. Передача построенного объекта в ЗПИФ.
5. Продажа управляющей компанией построенного объекта для фиксирования прибыли от проекта.

Девелоперские ЗПИФы нацелены на приобретение объектов недвижимости в целях редевелопмента (реконструкции) и в дальнейшей перепродаже усовершенствованного объекта. В настоящее время в России в качестве девелоперских фондов позиционируются 5 фондов, при этом только два из них сдают официальную отчетность [5].

Рентные фонды извлекают доход в процессе эксплуатации объектов недвижимости. Они могут быть альтернативой банковскому депозиту и в долгосрочном периоде приносить достаточно большой доход ввиду капитализации имущества фонда.

Однако на практике чаще всего нельзя встретить фонд с ярко выраженной одной стратегией, поэтому появилось понятие «фонды со смешанной стратегией управления».

Рейтинговое агентство РА «Эксперт» ведет рейтинг управляющих компаний, которые управляют ЗПИФАми. В рейтинг входят все виды ЗПИФов: как ЗПИФов недвижимости, так и ЗПИФов, которые инвестируют другие финансовые инструменты (табл. 2).

Таблица 2. Рэнкинг УК по объему активов в ЗПИФах [6]

№	Управляющая компания	Рейтинг надежности и качества услуг от «Эксперт РА»	ЗПИФы, млн рублей
1	Газпромбанк — Управление активами	A++	443,786
2	Группа УК «Регион»	A++	205,915
3	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями	A++	196,225
4	АГАНА	A	61,359
5	Альфа-Капитал	A++	58,326
6	Эссет Менеджмент Солюшнс	–	54,704
7	ТРАНСФИНГРУП	A++	54,206
8	АК БАРС КАПИТАЛ	–	47,618
9	Компании бизнеса Сбер Управление Активами	A++	46,838
10	Свиньин и Партнеры	–	44,097

По данным РА «Эксперт» по состоянию на 31.12.2020 сумма активов под управлением ЗПИФов составили 28,463 млрд рублей. Что свидетельствует о существенной доле ЗПИФов в сфере управления активами частных лиц.

Очень активно в последние годы развиваются ЗПИФы недвижимости для частных лиц. Сильный толчок развитию таких фондов дало активное развитие интернет-торговли, для которой требуются большие объемы складской недвижимости (рис. 5). Как раз на рынке объектов складской недвижимости достаточно активно работают ЗПИФы недвижимости.

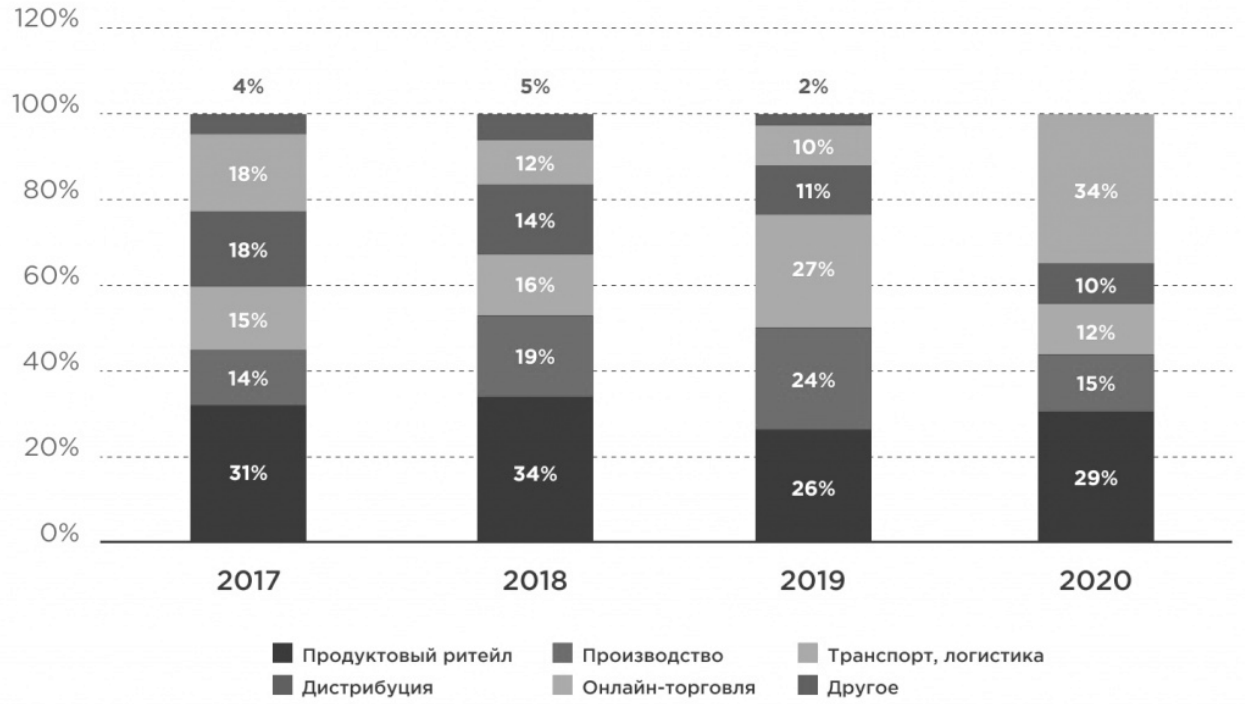

Рис. 5. Динамика распределения спроса на складскую недвижимость по отраслям в 2017–2020 годах [7]

Активная инвестиционная деятельность ЗПИФов недвижимости осуществляется как в виде прямой работы с инвесторами и привлечением финансирования в компанию через договор доверительного управления, так и с помощью привлечения более широкого перечня инвесторов через биржу. Так в июле 2021 года на Мосбирже начались торги паями «закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ) недвижимости «ПНК-Рентал» под управлением УК «Индустриальная недвижимость». Торговый код — RU000A1013V9» [8]. Продажа паев ЗПИФ недвижимости через биржу повышает ликвидность паев ЗПИФа, привлекает более широкий круг инвесторов, повышает информационную прозрачность данной сферы, облегчает процесс как первичной покупки паев фонда, так и последующей продажи паев на вторичном рынке.

Достаточно активно действует ЗПИФН «ДОМ.РФ», который был сформирован в 2016 г. Акционерным обществом «ДОМ.РФ» по поручению Президента Российской Федерации В. В. Путина для формирования «белого» рынка арендного жилья в рыночном сегменте с привлечением частных инвестиций [9]. Фонд находится под управлением ООО «ДОМ.РФ Управление активами», входящего в состав Единого института развития в жилищной сфере (ЕИРЖС).

Вовлечение паев ЗПИФов в биржевой оборот является новым шагом в повышении инвестиционной привлекательности биржевых инструментов для широкого круга частных лиц, заинтересованных в инвестировании своих средств с большей доходностью, чем дает банковский депозит. Дополнительным плюсом паев ЗПИФов недвижимости для инвесторов является обеспеченность их деятельности реальными активами недвижимости, которыми эти ЗПИФы управляют.

Вывод

Необходимо отметить, что ЗПИФы занимают уже уверенные позиции на рынке инвестирования.

Каждый вид ЗПИФа имеет свои преимущества и недостатки. Инвестиции дают возможность использовать дополнительные источники финансирования для строительства новых объектов недвижимости. В результате происходит выгодное вложение средств при невысоких рисках, создается конкурентная среда, устанавливаются доверительные партнерские отношения между бизнесом и обществом. ЗПИФ выступает в качестве наиболее эффективного метода коллективных вложений в рынок недвижимости, так как инвестор сам выбирает наиболее приемлемую для него степень риска. Рассмотренные виды ЗИПФ показывают, насколько это многогранный и эффективный инструмент для реализации строительных проектов. Есть возможность выбрать подходящую стратегию для разных инвесторов.

Литература

1. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» [электронный ресурс] www.consultant.ru (дата обращения: 01.05.2021).

2. 2020 год. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. Информационно-аналитический материал // Портал Центрального банка России // Электронный ресурс // URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/32224/rewiew_pif_aif_20q4.pdf (дата обращения: 01.05.2021).
3. Ануфриева С. Н. ЗПИФы недвижимости и другие инструменты коллективных инвестиций // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2008. № 8, с. 43–45.
4. Белецкая А. В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: анализ их структурирования по законодательству Российской Федерации и зарубежных стран // Вестник Московского университета. Серия 11. Право 2016, № 2, с. 43–51.
5. Реестр паевых инвестиционных фондов // Портал ЦБ РФ // Электронный ресурс // URL: https://cbr.ru/registries/? CF.Search=Реестр+паевых+инвестиционных+фондов&CF.TagId=&CF.Date.Time=Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo= (дата обращения: 01.08.2021).
6. Крупнейшие УК по итогам 2020 года. Рэнкинг УК по объему активов в ЗПИФах на 31.12.2020 // Портал рейтингового агентства РА Эксперт // Электронный ресурс // URL: https://raexpert.ru/rankingtable/managing/uk_2020/tab04/ (дата обращения: 01.06.2021).
7. Складской рынок России: итоги 2020 и прогнозы развития // Портал Деловой Профиль. Аналитический отчет // Электронный ресурс // URL: https://delprof.ru/press-center/open-analytics/skladskoy-rynok-rossii-itogi-2020-i-prognozy-razvitiya/ (дата обращения: 01.06.2021).
8. Московская биржа начала торги паями ЗПИФа недвижимости «ПНК-Рентал». Пресс-релиз Мосбиржи от 08.07.2021 11:45 // Портал Мосбиржи // Электронный ресурс // URL: https://www.moex.com/n35013/?nt=111 (дата обращения: 01.08.2021).
9. Информация о Паевом инвестиционном фонде ЗПИФН «ДОМ.РФ» // Портал ДОМ.РФ // Электронный ресурс // URL: https://www.дом.рф/investors/pif/ (дата обращения: 01.08.2021).

CLASSIFICATION OF CLOSED-END REAL ESTATE FUNDS

Urintsov A. I., Shakhbanov I. M., Pletneva A. A.
Russian Economic University. G. V. Plekhanova, Lomonosov Moscow State University, Moscow Foundation for Renovation of Residential Real Estate Development

The article discusses the classification of closed-end mutual investment fund, reveals their positive and negative features. The author studies funds with aggressive and conservative strategies, analyzes the legislative features of various types of mutual funds.

Keywords: closed-end mutual investment fund, investor, funds, units, strategy, income, management company.

References

1. Federal Law of November 29, 2001 No. 156-FZ «On Investment Funds» [electronic resource] www.consultant.ru (accessed: 01.05.2021).
2. 2020 Overview of key indicators of mutual and joint-stock investment funds. Information and analytical material // Portal of the Central Bank of Russia // Electronic resource // URL: https://cbr.ru/collection/collection/file/32224/rewiew_pif_aif_20q4.pdf (accessed: 05.01.2021).
3. Anufrieva S. N. ZPIF real estate and other instruments of collective investment // Property relations in the Russian Federation 2008. No. 8, pp. 43–45.
4. Beletskaya A. V. Closed-end real estate investment funds: an analysis of their structuring under the laws of the Russian Federation and foreign countries. Bulletin of Moscow University. Series 11. Law 2016, No. 2, p. 43–51.
5. Register of mutual investment funds // Portal of the Central Bank of the Russian Federation // Electronic resource // URL: https://cbr.ru/registries/? CF.Search=Register+of mutual+investment+funds&CF.TagId=&CF.Date.Time= Any&CF.Date.DateFrom=&CF.Date.DateTo= (accessed: 08.01.2021).
6. The largest management companies in 2020. Ranking of MCs by volume of assets in closed mutual funds as of 12/31/2020 // Portal of the RA Expert rating agency // Electronic resource // URL: https://raexpert.ru/rankingtable/managing/uk_2020/tab04/ (accessed: 06.01.2021).
7. Warehouse market in Russia: results of 2020 and development forecasts // Portal Business Profile. Analytical report // Electronic resource // URL: https://delprof.ru/press-center/open-analytics/skladskoy-rynok-rossii-itogi-2020-i-prognozy-razvitiya/ (accessed: 06.01.2021).
8. The Moscow Exchange started trading in shares of the ZPIF real estate PNK-Rental. Moscow Exchange press release dated 07/08/2021 11:45 // Moscow Exchange Portal // Electronic resource // URL: https://www.moex.com/n35013/?nt=111 (accessed: 08.01.2021).
9. Information about the Mutual Investment Fund ZPIF «DOM.RF» // Portal DOM.RF // Electronic resource // URL: https://www.dom.rf/investors/pif/ (accessed: 01.08.2021).