

Государственный бюджет и экономика государственного сектора

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ И ОПЫТ РОССИИ

Александр АБРАМОВ

кандидат экономических наук,
заведующий лабораторией анализа институтов
и финансовых рынков ИПЭИ¹.
E-mail: ae_abramov@mail.ru

Ксения АКШЕНЦЕВА

научный сотрудник лаборатории анализа
институтов и финансовых рынков ИПЭИ¹.
E-mail: ksakshentceva@gmail.com

Александр РАДЫГИН

доктор экономических наук, профессор,
декан экономического факультета¹;
член Совета директоров².
E-mail: arad@rane.ru

¹ Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте РФ
(119571, Москва, просп. Вернадского, д. 82).

² Институт экономической политики
имени Е. Т. Гайдара (125009, Москва,
Газетный пер., д. 3—5).

Аннотация

В отличие от многих стран, ориентированных на развитие внутреннего фондового рынка, коллективные инвестиции в России не играют активной роли в мобилизации внутренних сбережений частных инвесторов. Это обусловлено не только низкой доходностью и повышенными рисками вложений в ценные бумаги российских эмитентов, но и проблемами недостаточной эффективности самих фондов. Снижение издержек, эффект масштаба, профессионализм портфельных управляющих, диверсификация вложений на глобальном рынке, специализация управляющих компаний могут оказывать позитивное влияние на доходность фондов.

Ключевые слова: паевые инвестиционные фонды, избыточная доходность, взаимные фонды, баланс продаж, российский фондовый рынок, управляющие компании, управление активами.

JEL: D14, E44, G12, G15, G18, G23, G28.

Оikovoица • Пoлитика

OIKONOMIA • POLITIKA

1. Развитие коллективных инвестиций в России и в мире

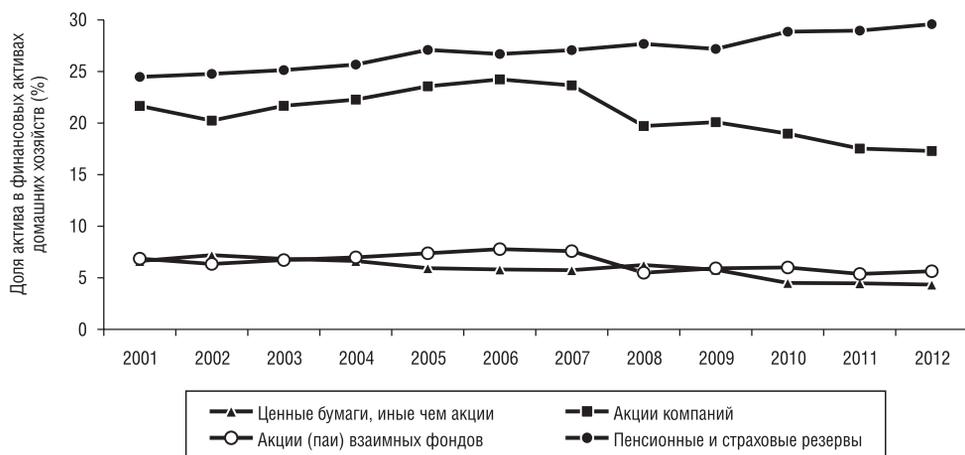
Во многих странах коллективные инвестиции, под которыми в настоящей статье понимаются взаимные фонды¹, играют важную роль в привлечении частных сбережений. В отличие от обычных банковских депозитов, гарантируемых государством, вложения во взаимные фонды сопряжены с различными рисками. Однако в качестве компенсации за указанные риски инвесторы рассчитывают на получение более высокой доходности. Согласно классическому исследованию Юджина Фамы и Кеннета Френча [Fama, French, 2010] на фондовом рынке, рассматриваемом как «игра с нулевым результатом», средняя доходность взаимных фондов с активно-управляемыми стратегиями инвестирования примерно соответствует доходности рыночного портфеля. То есть избыточная ожидаемая доходность взаимного фонда по сравнению

¹ Взаимными (*mutual funds*) называют открытые инвестиционные фонды, обязанные выкупать выпущенные ими паи (акции) по первому требованию их владельцев. В России к взаимным фондам относятся открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды.

с рыночной, называемая «альфой», в среднем равна нулю. Более того, уменьшенная на величину расходов на управление средняя доходность взаимных фондов оказывается меньше рыночной. Данная закономерность свидетельствует не о слабости взаимных фондов, а, скорее, о справедливости правил самого рынка. Она позволяет сохранять его открытость и привлекательность для разных категорий инвесторов, включая новичков, поскольку, если какая-либо группа институциональных инвесторов могла бы устойчиво извлекать сверхприбыль из операций с активами, она отбирала бы ее у неискушенных инвесторов, делая невыгодным выход на рынок для многих категорий частных лиц. Данная закономерность, впрочем, не исключает возможности наличия особо успешных фондов, демонстрирующих выдающиеся способности в получении доходности, значительно превышающей доходность рыночного портфеля. Например, взаимный фонд *Legg Mason Value Trust* под управлением Билла Миллера переигрывал базисный индекс S&P500 в течение 1991—2005 годов 15 лет подряд, что является абсолютным рекордом в мире коллективных инвестиций [Абрамов и др., 2015. С. 95].

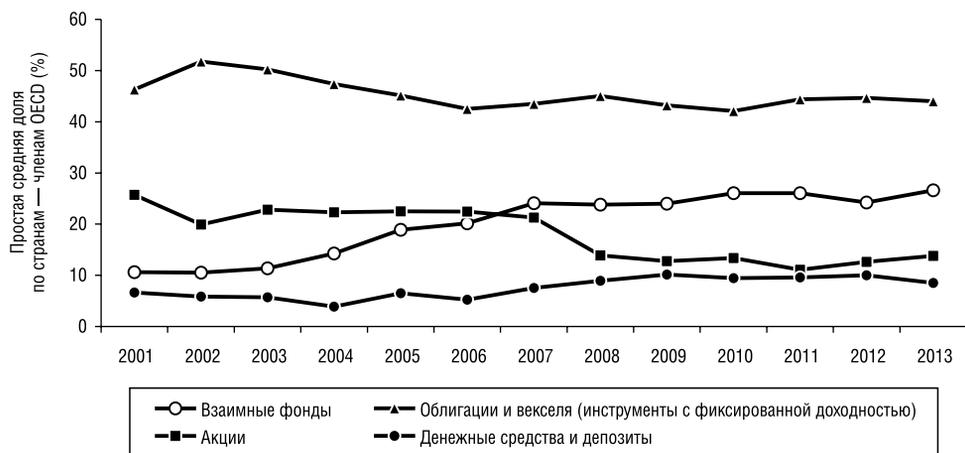
В чем же тогда состоит общественная полезность взаимных фондов для частных инвесторов? Прежде всего в экономии времени и издержек в процессе инвестирования, в защите от неизбежных ошибок из-за недостаточной финансовой грамотности. Даже в развитых странах доля частных инвесторов, способных принимать самостоятельные инвестиционные решения, является относительно низкой. Например, в Швеции в рамках государственного пенсионного плана *Premium Pension*, где владельцам индивидуальных пенсионных счетов предоставлено право самостоятельно формировать собственный портфель из вложений во взаимные фонды, доля лиц, пользующихся данным правом, не превышает 10% [Абрамов, 2014. С. 437]. Для любого инвестора постоянное отслеживание корпоративных событий; сделок слияний—поглощений, затрагивающих стоимость личных инвестиций; рисков нарушений прав миноритарных инвесторов и иных факторов требует немалых затрат времени. В этих условиях на мировых финансовых рынках наблюдается объективная закономерность в виде снижения интереса частных инвесторов к прямым вложениям в акции и облигации и переложение сбережений в более безопасные пенсионные и страховые планы и взаимные фонды.

За последнее десятилетие в странах ОЭСД доля прямых вложений в ценные бумаги снизилась как в финансовых активах домашних хозяйств, так и в портфелях пенсионных и страховых резервов. За период 2001—2012 годов доля акций в активах домашних хозяйств сократилась с 21,7 до 17,3%, доля облигаций — соответственно с 6,9 до 4,3% (рис. 1). В портфелях пенсионных и страховых резервов доля акций уменьшилась с 25,7% в 2001 году до 13,8% в 2013 году, доля облигаций снизилась с 46,3 до 44,0% (рис. 2).



Источник: расчеты авторов по данным ОЭСР.

Рис. 1. Структура финансовых активов домашних хозяйств в странах — членах ОЭСР, 2001–2012 годы



Источник: расчеты авторов по данным ОЭСР.

Рис. 2. Структура инвестиционного портфеля автономных пенсионных фондов в странах ОЭСР, 2001–2013 годы

За то же время доля взаимных фондов в портфелях домашних хозяйств также несколько снизилась — с 6,9% в 2001 году до 5,6% в 2012 году (см. рис. 1), что отражало переориентацию частных инвесторов на более безопасные сбережения в форме банковских депозитов, пенсионных и страховых программ. Однако в растущих опережающими темпами портфелях пенсионных и страховых резервов доля паев (акций) взаимных фондов выросла с 10,6% в 2001 году до 26,6% в 2013 году (см. рис. 2), то есть в 2,5 раза. Это объясняется тем, что ликвидные вложения в паи (акции) взаимных фондов, характеризующихся умеренными издержками и высоким уровнем прозрачности информации, оказались востребованными пенсионными фондами

и страховщиками при исполнении ими фидуциарных обязанностей и выборе объектов инвестирования. В этом взаимодействии взаимные фонды выполняют функцию конструирования диверсифицированных портфелей с разными стратегиями, в то время как администраторы пенсионных планов реализуют политику распределения своих активов путем отбора на конкурентных условиях уже готовых портфелей разных управляющих компаний. Таким образом, взаимные фонды являются механизмом, необходимым для успешного развития пенсионных фондов.

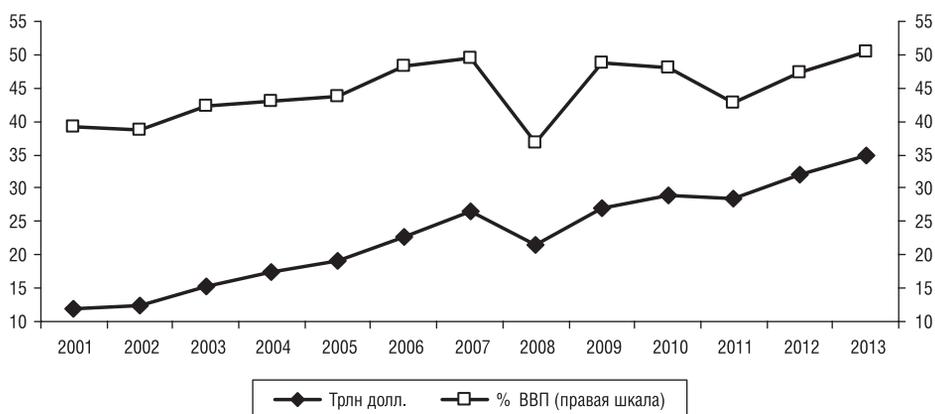
Успешность развития бизнеса по управлению активами в любой стране во многом зависит от профессионализма портфельных управляющих. В этом смысле взаимные фонды являются уникальной средой для появления и реализации наиболее талантливых специалистов в данной области, «капитализации» их успеха. Простая и прозрачная модель работы взаимного фонда позволяет в периоды особо успешной деятельности какого-либо управляющего инвестициями участвовать в распределении сверхприбыли широкому кругу индивидуальных инвесторов. Не случайно самые известные управляющие активами, такие как Фил Каррет, Петер Линч, Уолтер Морган, Джон Нефф, Энтони Болтон, Джон Темплтон, Билл Миллер и многие другие, проявили свои таланты именно при управлении портфелями взаимных фондов.

Взаимные фонды остаются одной из наиболее удобных форм долгосрочных инвестиций для массового инвестора, с прозрачной и доступной для общественности историей показателей доходности и рисков. Первый взаимный фонд *Massachusetts Investors Trust (MIT)*, сформированный в Бостоне (США) в 1924 году, работает до сих пор, аккумулируя в настоящее время 6,8 млрд долл. сбережений. За 90 лет существования *MIT*, с 1924 по 2013 год, его номинальная доходность в виде сложного процента составила 9,1% годовых при ежегодном уровне инфляции в США в размере 3,0% [Абрамов и др., 2015. С. 80].

Благодаря уникальным свойствам взаимные фонды стали самым крупным механизмом сбережений частных инвесторов в рискованных активах. По данным ОЭСР² (рис. 3), стоимость активов взаимных фондов в мире выросла с 12,0 трлн долл. в 2001 году до 34,9 трлн долл. в 2013 году, или в 2,9 раза. За это же время их доля в мировом ВВП увеличилась с 39,2 до 50,4%.

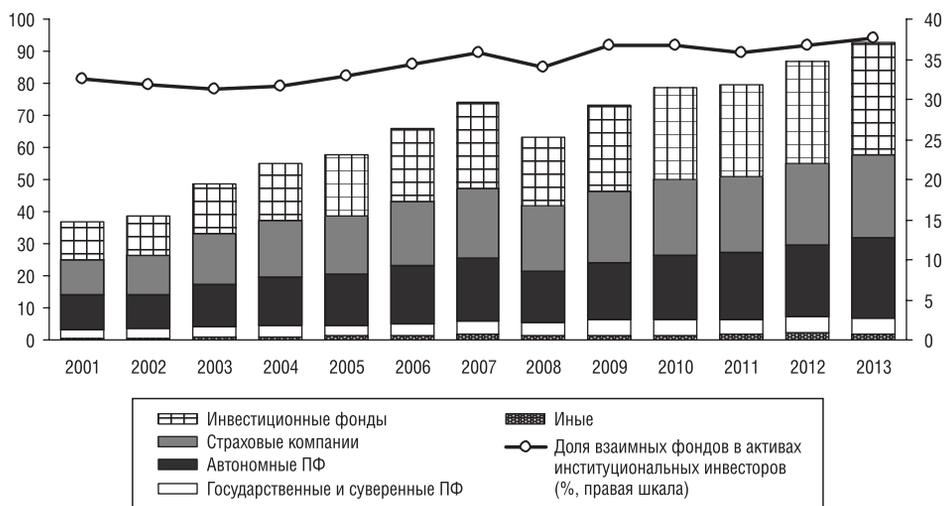
В 2001—2013 годах стоимость активов институциональных инвесторов в мире выросла с 36,8 трлн до 92,6 трлн долл. При этом доля взаимных фондов в их структуре увеличилась с 32,5% в 2001 году до 37,7% в 2013 году (рис. 4). По стоимости активов в 2013 году (в сумме 34,9 трлн долл.) взаимные фонды превосходили инвестиционные портфели автономных пенсионных фондов и страховых организаций в размере соответственно 24,7 трлн и 26,1 трлн долл.

² OECD Global Pension Statistics, Global Insurance Statistics and Institutional Investors databases.



Источник: расчеты авторов по данным OECD.

Рис. 3. Активы взаимных фондов в мире, 2001–2013 годы

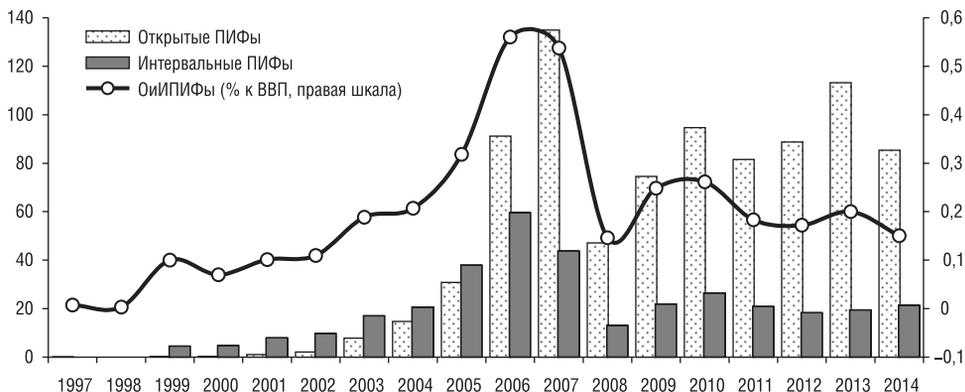


Источник: расчеты авторов по данным OECD.

Рис. 4. Активы институциональных инвесторов в мире, 2001–2013 годы (трлн долл.)

Ситуация с взаимными фондами в России разительно отличается от большинства стран, ориентированных на развитие внутреннего финансового рынка. В 2014 году стоимость активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов (ОиИПИФов) составляла всего 106 млрд руб., или 0,15% ВВП (рис. 5). По нашим расчетам по критерию относительного размера фондов в ВВП из 67 стран, по которым велась соответствующая статистика, в 2013 году Россия занимала только 64 место.

Низкий уровень развития коллективных инвестиций сдерживает приход на рынок частных инвесторов, снижает эффективность управления портфелями НПФ и дает сигнал иностранным инвесторам о серьезных институциональных проблемах российского финансового рынка. Такая

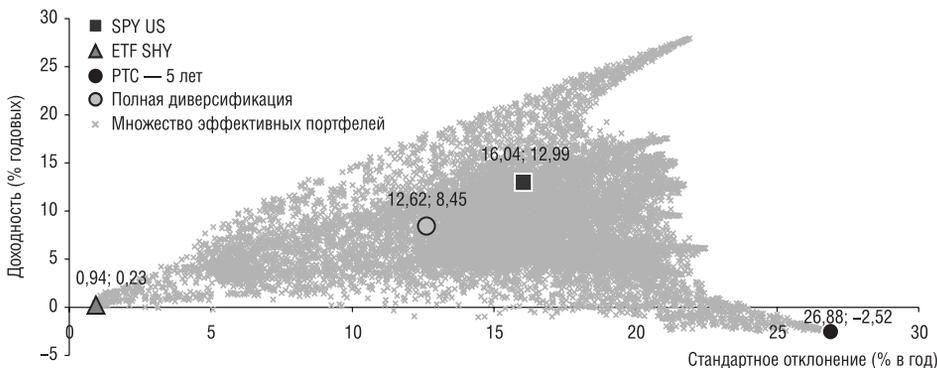


Источник: расчеты авторов по данным Банка России, НЛУ и Росстата.

Рис. 5. Активы открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в России, 1997–2014 годы (млрд руб.)

ситуация обусловлена не только недостаточной эффективностью самих взаимных фондов, но и слабостью внутреннего фондового рынка.

Опыт показывает, что после серьезных финансовых кризисов пайщики взаимных фондов начинают возвращаться в них только через 2–3 года после восстановления рынка акций до предкризисных уровней. Однако после кризиса 2008 года российские фондовые индексы так и не восстановились до докризисного уровня. Более того, по критерию «доходность—риск» индекс РТС, отражающий стоимость инвестиций в акции российских компаний в долларах, на 5-летнем периоде демонстрирует самую низкую доходность и самый высокий уровень риска. На рис. 6 показано множество портфелей, составленное из паев (акций) 19 ETFs и индексных портфелей, диверсифицированных по отраслям, странам, типам рисков и стратегиям, включая индекс РТС. Для расчета параметров доходности и риска портфелей были использованы данные дневной доходности

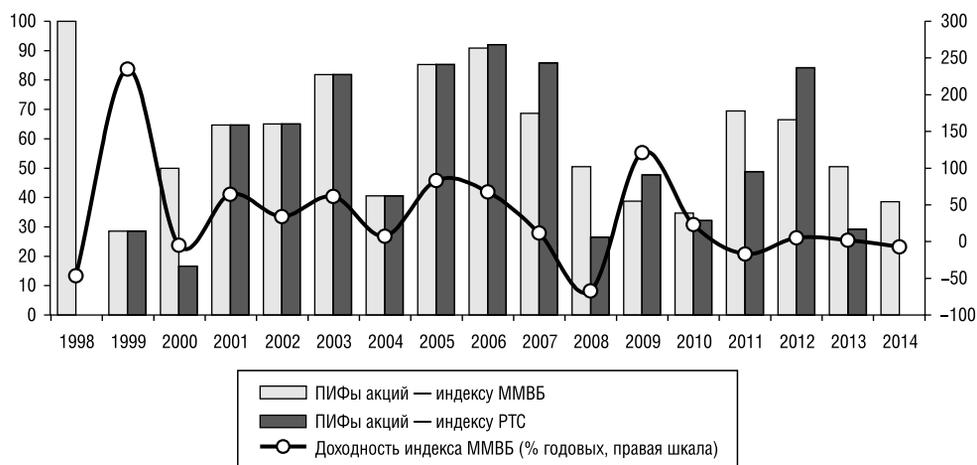


Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Рис. 6. Доходности и риски множества портфелей, состоящих из 19 индексных фондов (ETFs), за период 5 лет по состоянию на 20 октября 2014 года

инструментов за пять лет по состоянию на октябрь 2014 года. На графике отмечены следующие точки: РТС — портфель индекса РТС; SPY US — портфель, состоящий только из паев SPDR S&P 500 ETF; Полная диверсификация — портфель из 19 финансовых инструментов с равными весами; ETF SHY — портфель, состоящий только из фонда краткосрочных облигаций правительства США (iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF).

В течение последних семи лет российские ОиИПИФы демонстрируют устойчивую способность в получении доходности, превышающей аналогичный показатель рыночных портфелей. Для подтверждения данного вывода на рис. 7 приведены данные о доле ОиИПИФов акций, ежегодно проигрывающих по доходности индексам ММВБ и РТС. Обычная для разных стран статистика такого рода говорит о том, что в среднем примерно 70–80% активно управляемых фондов акций по доходности проигрывают индексам. Примерно так было до кризиса 2008 года и в России. Однако в 2008–2014 годах наблюдалась иная картина. Из указанных семи лет только в 2011–2012 годах 70 и 67% ОиИПИФов акций проиграли индексу ММВБ и лишь в 2012 году 84% активно управляемых фондов уступили индексу РТС. Во все другие периоды времени основная совокупность ОиИПИФов акций переигрывала оба индекса. В 2014 году был поставлен абсолютный рекорд — ни один из фондов акций не проиграл индексу РТС. Таким образом, если большинство фондов акций по доходности стабильно переигрывают рыночные портфели, а инвесторы продолжают выводить из данных фондов свои средства, то при прочих равных условиях это может объясняться недовольством пайщиков скорее доходностью самого рынка, чем результативностью непосредственно фондов акций.



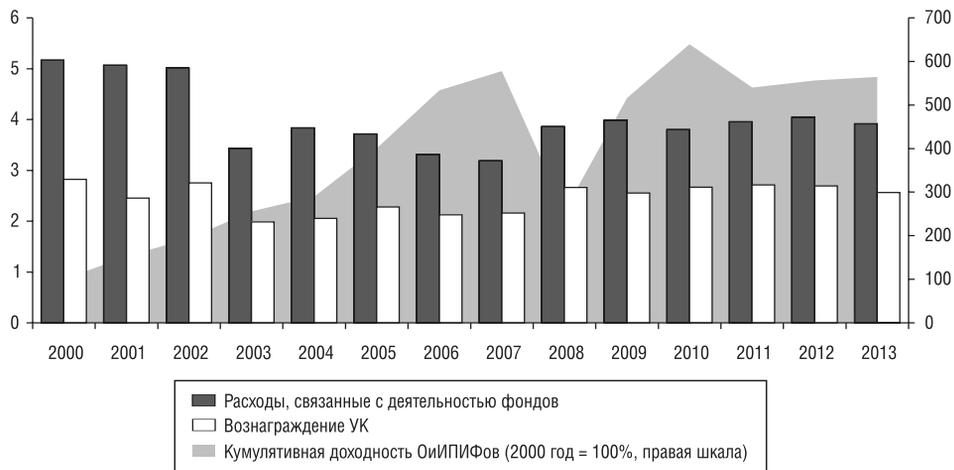
Источник: расчеты авторов по данным финансовой отчетности ОиИПИФ и НЛУ.

Рис. 7. Доля ПИФов акций, проигравших индексам ММВБ и РТС, 1998–2014 годы (% от количества соответствующих ПИФов в выборке)

Проблемы внутреннего фондового рынка во многом связаны с недостаточным уровнем развития внутренних институциональных инвесторов. В отличие от банковских депозитов их клиенты вынуждены принимать на себя основную долю инвестиционных рисков. Поэтому при продаже инвестиционно-финансовых продуктов инвестор должен иметь возможность принимать осознанные и независимые решения. Это означает возможность выбора из лучших продуктов разных финансовых организаций; низкие транзакционные издержки; получение инвестиционных советов от консультантов, не обремененных конфликтом интересов; открытую архитектуру продаж инвестиционно-финансовых продуктов; стандартизацию и высокую прозрачность информации о ключевых параметрах разных альтернативных инвестиционных решений (взаимных фондах, структурных продуктах, индивидуальных портфелях, страховых накопительных планах и т.п.).

Значительные резервы повышения привлекательности коллективных инвестиций заложены в эффективности деятельности управляющих компаний. В предкризисный период наблюдалась позитивная тенденция сокращения издержек по управлению взаимными фондами (рис. 8). За период 2000—2007 годов средний уровень общих расходов на управление ими снизился с 5,2 до 3,2%, размер вознаграждения управляющих компаний — с 2,8 до 2,2%. Однако после кризиса возобладала иная тенденция. Уровень общих расходов на управление ОиИПИФами к 2013 году вырос до 3,9%, средний размер вознаграждения управляющих компаний — соответственно до 2,6%.

Учитывая значимость проблемы внутренних резервов повышения эффективности деятельности взаимных фондов для их успешного развития, рассмотрим данные проблемы более детально.



Источник: расчеты авторов по данным финансовой отчетности компаний, управляющих взаимными фондами.

Рис. 8. Кумулятивная доходность ОиИПИФов и средний уровень расходов по управлению ими (% от среднегодовой стоимости чистых активов фондов)

2. Регрессионный анализ факторов, влияющих на доходность и привлекательность ОиИПИФов для инвесторов

Когда речь идет об эффективности деятельности взаимного фонда, говорить только о получаемой доходности портфеля его активов было бы неправильно. Важно также принимать во внимание то, насколько активно идет процесс выдачи—погашения паев и какое вознаграждение получает при этом управляющая компания, поэтому мы рассматриваем следующие три показателя эффективности деятельности ОиИПИФов на российском рынке: (1) избыточную доходность паевого фонда; (2) баланс продаж паев; (3) размер вознаграждения управляющей компании.

Проведенный нами анализ основан на применении методологии регрессионного анализа панельных данных. Основное уравнение модели выглядит следующим образом:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + \vartheta_{it}, \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T, \quad (1)$$

где: i — номер фонда, t — момент времени, β — вектор коэффициентов размерности $K \times 1$, y_{it} — вектор объясняемой переменной (избыточная доходность фонда, баланс продаж или вознаграждение УК), $X'_{it} = (X_{1,it}, \dots, X_{k,it})$ — вектор-строка матрицы K объясняющих переменных (в нашем случае это переменные, характеризующие взаимные фонды), ϑ_{it} — вектор случайных ошибок.

Стандартным подходом к оценке эффективности деятельности паевых фондов является сравнение получаемой доходности с соответствующим бенчмарком. Такое сравнение обычно проводится на основе двух подходов: рассчитывается простая разница между доходностью фонда и доходностью соответствующего бенчмарка или применяется четырехфакторная модель Кархарта³.

Применение модели Кархарта для расчета доходности ОиИПИФов не привело к значимому улучшению результатов: полученные оценки скорректированной с учетом риска доходности неустойчивы⁴, поэтому далее мы будем говорить об избыточной доходности, рассчитанной простым методом. А именно: рассматривается избыточная доходность, получаемая фондом по сравнению с доходностью индекса ММВБ

³ См.: [Carhart, 1997; Blake et al., 2014; Chen et al., 2004; Ferreira et al., 2013; Białkowski, Otten, 2011].

⁴ Считается, что применение модели Марка Кархарта позволяет получить оценки скорректированной с учетом риска избыточной доходности паевого фонда. Для оценки этой доходности для российских фондов были собраны значения дневной доходности 306 ОиИПИФов акций и индекса за период с 1997 по 2013 год. Следуя методике, описанной, например, в: [Ferreira et al., 2013], для каждого рассматриваемого фонда были получены оценки скорректированной на риск избыточной доходности. Однако проведенные расчеты показали, что в разные периоды времени значимость коэффициентов в формуле Кархарта даже для одного фонда менялась, а факторы модели объясняли зависимую переменную не более чем на 8%. Таким образом, применение оценок доходности, полученных на основе подхода Кархарта, не представляется возможным для анализа эффективности ОиИПИФов на российском рынке.

(для фондов акций и индексных фондов), с доходностью облигаций федерального займа (для фондов облигаций и денежного рынка) и доходность стратегии 50/50 (для фондов смешанных инвестиций). Доходность взаимных фондов рассчитывалась в соответствии со следующей формулой:

$$R_{it} = \begin{cases} r_{it} - i_t, & \text{для фондов акций и индексных фондов} \\ r_{it} - b_t, & \text{для фондов облигаций, денежного рынка} \\ r_{it} - p_t, & \text{для фондов смешанных инвестиций,} \end{cases} \quad (2)$$

где: r_{it} — доходность i -го взаимного фонда в год t , i_t — доходность индекса в год t , b_t — доходность ОФЗ в год t ; p_t — доходность стратегии 50/50.

Для проведения данного исследования на основании финансовой отчетности взаимных фондов была собрана информация о различных показателях деятельности 755 ОиИПИФов. Собранная база показателей деятельности российских взаимных фондов охватывает период с 2000 по 2013 год. Данная выборка состоит из трех частей. В первую группу вошли 337 взаимных фондов акций и индексных фондов (далее для краткости будем называть их фондами акций); во вторую группу — 197 фондов облигаций и денежного рынка (далее — фонды облигаций); в третью группу — 221 фонд смешанных инвестиций (далее — фонды СИ). Однако необходимо подчеркнуть, что в конечную выборку вошли только фонды, осуществляющие деятельность на текущий момент времени (так называемые живые фонды). Таким образом, по состоянию на 2013 год рассматривается 439 фондов, среди которых 221 фонд акций, 110 фондов облигаций и 108 фондов СИ. Более подробная информация о средних значениях рассматриваемых характеристик фондов представлена в табл. 1.

В табл. 1 представлены средние в группе (фонды акций, облигаций или СИ) за год значения характеристик рассматриваемых фондов. В данную таблицу включены только те показатели, которые, как будет показано ниже, оказывают значимое влияние на исследуемые показатели эффективности деятельности фондов. Важно обратить внимание на то, что количество фондов в обеих группах значительно увеличилось в течение рассматриваемого периода (14 лет): с 9, 3 и 2 фондов в 2000 году до 221, 110 и 108 фондов в 2013 году (фондов акций, облигаций и СИ соответственно).

Интересно отметить, что существующие фонды, как акций, так и облигаций и СИ, в среднем достаточно молоды: средний возраст фондов в 2013 году составляет 7,2, 4,7 и 7,6 лет соответственно. При этом в среднем фонды облигаций имеют более высокую стоимость чистых активов, но они платят меньшее вознаграждение управляющей компании. В то же время расходы на основную деятельность фондов акций выше, чем у фондов облигаций и фондов смешанных инвестиций.

О к о н ч а н и е Т а б л и ц ы 1

*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Расходы, связанные с деятельностью ПИФа (млн руб.)	А	24,8	15,7	22,2	15,0	15,5	22,1	21,6	13,8	9,3	12,7	12,4	9,2	7,1
	В	1,1	0,9	1,9	1,4	1,6	3,7	4,9	4,4	3,0	3,0	4,2	4,8	6,1
	С	9,1	5,2	8,1	4,0	4,7	11,5	17,3	13,3	6,4	6,8	6,4	5,0	4,0
Прочие расходы (млн руб.)	А	1,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3
	В	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
	С	0,1	0,2	0,5	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Чистый баланс продаж паев (млн руб.)	А		-12,7	-58,6	73,7	61,1	221,7	-3,8	-23,6	-36,2	-14,3	-10,5	-52,4	-21,7
	В		7,5	-21,0	48,9	24,0	75,3	40,9	-73,8	-15,9	58,4	77,2	119,0	219,6
	С		13,9	-54,4	45,8	69,4	212,6	47,8	-97,0	-55,0	-23,0	-10,6	-35,9	-21,1
Оборачиваемость портфеля ПИФа (% в год)	А							267,2	262,9	264,0	173,0	227,1	242,3	209,1
	В							256,4	235,7	165,5	133,6	151,2	130,0	117,0
	С							712,0	575,4	363,1	291,3	335,7	282,8	223,5
Оборачиваемость активов гайщиков (% в год)	А								44,7	55,5	49,9	76,0	34,9	23,6
	В								103,3	163,3	164,9	133,5	92,0	89,3
	С								15,5	10,5	16,0	68,4	13,1	10,2
Капитал и резервы УК (млн руб.)	А		31,2	42,8	203,0	240,7	487,2	537,8	303,6	497,8	545,0	577,4	831,8	1083,4
	В				56,3	64,9	81,8	110,0	203,9	226,6	240,4	230,5	601,8	570,2
	С				54,8	60,9	75,8	92,0	128,9	115,5	147,7	181,9	223,5	218,8
Чистая прибыль УК (млн руб.)	А		6,9	12,6	59,2	78,0	139,7	234,8	65,7	4,1	82,3	71,7	46,2	68,5
	В				0,6	1,1	8,2	15,1	14,0	-23,6	30,4	41,9	-2,8	23,8
	С				8,4	2,6	11,2	20,1	21,9	0,1	27,8	36,1	19,1	18,7
Выручка УК (млн руб.)	А		21,7	46,0	278,1	1062,2	863,3	3474,7	1380,2	522,5	440,1	444,5	736,7	975,1
	В				13,4	63,4	64,9	80,5	61,7	72,8	105,4	88,9	88,0	100,5
	С				715,9	700,9	459,6	1126,3	349,7	160,4	561,8	1080,8	1065,8	1388,5

* Строки со значением «А» содержат информацию по фондам акций и индексным ПИФам; строки со значением «В» — информацию по фондам облигаций и денежного рынка; строки со значением «С» — информацию по фондам смешанных инвестиций.

По показателю избыточной доходности в среднем фонды облигаций опережают фонды акций и смешанных инвестиций, что в очередной раз подтверждает привлекательность фондов облигаций.

Баланс продаж фондов акций, индекса, как и фондов СИ, в среднем отрицателен, тогда как у фондов облигаций и денежного рынка этот показатель положителен практически на всем периоде рассмотрения.

Управляющие компании, под управлением которых находятся фонды акций и индексные ПИФы, характеризуются более высокой чистой прибылью, а также объемом собственного капитала и резервов по сравнению с УК фондов облигаций и СИ.

Предварительный анализ факторов не выявил наличия высоких уровней корреляции между независимыми переменными, которые могли бы привести к смещению оценок. Из-за небольшого размера выборки, охватывающей весь период (2000—2013 годы), было принято решение провести анализ на двух отдельных выборках: за весь период и за период с 2008 по 2013 год, заменив, где это возможно, пропущенные значения на медианные по соответствующему году и показателю. Такое двойное исследование позволяет подтвердить значимость и устойчивость оценок.

3. Факторы, влияющие на доходность взаимных фондов

Оценка эффективности деятельности взаимных фондов привлекает значительное внимание уже многие годы, начиная с основополагающих работ Уильяма Шарпа [Sharpe, 1966] и Майкла Йенсена [Jensen, 1968]. Многие исследователи ищут ответы на следующие вопросы: «Могут ли взаимные фонды заработать больше, чем инвесторы, самостоятельно?», «Обладают ли управляющие фондов исключительными способностями к принятию лучших инвестиционных решений по сравнению с другими инвесторами?» Основываясь на более чем четырех десятилетиях изучения эффективности деятельности взаимных фондов, исследователи пришли к выводу, что доходность взаимных фондов (после вычета всех соответствующих сборов) не может устойчиво обыгрывать рынок (см.: [Jensen, 1968; Malkiel, 1995; Barras et al., 2010; Blake, Timmermann, 1998]). При этом получение положительной избыточной доходности с большей вероятностью происходит благодаря «удаче», чем способностям инвестиционных управляющих фондов (см.: [Fama, French, 2008; 2010; Kosowski et al., 2006]).

Большая часть проводимых исследований основывается на анализе данных о деятельности взаимных фондов в США и развитых странах Европы, поскольку информация (как исторические, так и текущие данные) о них доступна и хорошо структурирована.

Фонды развивающихся стран остаются менее изученными на данный момент. Было бы интересно посмотреть, верны ли для них выводы, сделанные для фондов развитых стран. Недавнее исследование Анджея Бялковского и Роджера Оттена [Białkowski, Otten, 2011] по-

казало, например, что паевые фонды в Польше в среднем не приносят положительную избыточную доходность. В то же время Мигель Ферейра и др. [Ferreira et al., 2013] показали, что фонды, находящиеся в развивающихся странах, эффективнее фондов развитых стран.

Ранее было показано, что российские взаимные фонды могут обыгрывать и обыгрывают рынок. Рассмотрим теперь основные результаты проведенного анализа эффективности ОиИПИФов в России (табл. 2).

Одна из самых интересных закономерностей, которые нам удалось выявить, — наличие отрицательной зависимости между доходностями фонда за два последовательных периода. Если бы связь между доходностями была положительной, то это стало бы индикатором профессионализма инвестиционного управляющего. Напротив, отрицательная связь показывает, что фонды «обыгрывают» рынок скорее благодаря удаче, чем профессиональным качествам управляющего, что согласуется с ранее полученными выводами для развивающихся стран [Fama, French, 2008; 2010; Kosowski et al., 2006].

Многие исследователи отмечают важность влияния возраста экономических агентов на результаты их деятельности. Это верно также и для взаимных фондов. Как было отмечено в работе Ферейры и др. [Ferreira et al., 2013], молодые фонды проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами. Мы обнаружили наличие подобной взаимосвязи и для российских ОиИПИФов акций и облигаций. Тем не менее значимого влияния возраста на доходность фондов смешанных инвестиций выявлено не было. Одним из специфических объяснений данной закономерности на российском рынке является стратегия «приукрашивания» доходности молодых фондов для привлечения клиентов.

Помимо возраста взаимного фонда особую роль в его деятельности также играет размер, измеренный в данном случае величиной стоимости чистых активов. Отрицательное влияние размера ОиИПИФа на избыточную доходность происходит вследствие проявления отрицательного эффекта масштаба на уровне фонда, что согласуется с выводами Джонатана Берка и Ричарда Грина [Berk, Green, 2004] и Ферейры и др. [Ferreira et al., 2013]. Причинами отрицательного эффекта от размера фонда могут служить, например, растущие издержки по поддержанию ликвидности паев (см.: [Chen et al., 2004]), а также стремление искусственно поддерживать высокую доходность малых фондов в целях привлечения клиентов.

Оба показателя, характеризующие издержки (расходы, связанные с деятельностью фонда и прочие расходы), отрицательно связаны с избыточной доходностью ОиИПИФов. Влияние общих расходов значимо только для фондов акций. В то же время прочие расходы играют более важную роль (в смысле значимости полученной оценки коэффициента) для фондов облигаций.

В деятельности ОиИПИФов проявляется «эффект умных денег» (*smart-money effect*), описанный в: [Guberg, 1996; Zheng, 1999; Sapp,

Т а б л и ц а 2

Оценка влияния факторов на избыточную доходность взаимных фондов

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Избыточная доходность	Акции 2000– 2013	Акции 2008– 2013	Облигации 2000– 2013	Облигации 2008– 2013	СИ 2000– 2013	СИ 2008– 2013
Доходность предыдущего периода	–1,1191*** (0,0260)	–1,1818*** (0,0297)	–1,0757*** (0,0724)	–1,4491*** (0,0625)	–1,0184*** (0,0791)	–1,2827*** (0,0699)
Возраст фонда	–0,0043*** (0,0004)	–0,0026*** (0,0006)	–0,0039*** (0,0006)	–0,0008* (0,0004)		
Среднегодовой размер СЧА	–0,1516*** (0,0465)	–0,2274* (0,1180)	–0,6019*** (0,2298)	–0,6799*** (0,2436)		–0,8231** (0,3284)
Текущий баланс продаж	0,1938*** (0,0509)	0,0257 (0,2984)				
Прочие расходы	–0,1831*** (0,0576)	–0,3293*** (0,0837)				0,2274** (0,1100)
Наличие иностранных бумаг в портфеле фонда	0,0100*** (0,0027)	0,0211*** (0,0045)				
Собственный капитал УК	–0,1073*** (0,0380)	–0,0907 (0,0573)	–0,1457* (0,0815)	–0,0775*** (0,0202)	–2,6671*** (0,8181)	–1,5817*** (0,5249)
Чистая прибыль УК	0,2301* (0,1269)	0,5752*** (0,2196)	3,5727** (1,5312)	3,5258** (1,5646)	5,2515*** (1,3833)	4,8841*** (1,5540)
Тип фонда	–0,0084 (0,0052)	–0,0083 (0,0094)	0,0056** (0,0025)	0,0087 (0,0061)		
Выручка УК		–1,2107*** (0,2799)	–15,8268* (8,2751)			–0,0516 (0,0357)
Расходы, связанные с деятельностью			–1,0025** (0,4312)	–1,2436*** (0,4593)	–0,1116 (0,1040)	
Баланс продаж предыдущего периода			–0,3539*** (0,1160)	–0,3709*** (0,1233)	–0,1654 (0,1506)	–0,7164*** (0,1977)
Оборачиваемость портфеля ПИФа				–0,4617* (0,2577)		–0,1780*** (0,0411)
Константа	0,0141*** (0,0051)	–0,0067 (0,0104)	–0,0297*** (0,0070)	–0,0612*** (0,0069)	–0,0126*** (0,0019)	–0,0338*** (0,0043)
Финансовый посредник: положительный эффект			Банк	Банк, Специализированный		
Финансовый посредник: отрицательный эффект					Страховая компания	Страховая компания, Специализированный
Количество наблюдений	2925	1350	1632	816	1332	666
R ² (%)	8,74	8,83	11,6	14,14	9,44	12,98

Примечания. В скобках приведены значения стандартной ошибки.

В столбцах (1)–(2) представлены результаты оценки по группе фондов акций и индексных фондов; в столбцах (3)–(4) — результаты по группе фондов облигаций и денежного рынка; в столбцах (5)–(6) — результаты для фондов смешанных инвестиций. Столбцы (1), (3), (5) содержат оценки коэффициентов на всем периоде рассмотрения; столбцы (2), (4), (6) — за период 2008–2013 годов. Уровни значимости: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Tiwari, 2004; Chan et al., 2014]. Данный эффект предполагает, что избыточная доходность взаимных фондов зависит от их баланса продаж в текущем периоде, то есть при приобретении паев пайщики умеют отличать фонды с более высокой доходностью. По нашему мнению, данный эффект в большей мере объясняет теория Тревиса Саппа и Ашвиш Тивари [Sapp, Tiwari, 2004], предполагающая, что внутри года пайщики следуют стратегии «моментум», вкладывая средства в те фонды, которые показывают лучшие результаты в текущем году, а на следующий год эти фонды также остаются лучшими. Фонды акций в России также демонстрируют наличие эффекта умных денег в своей деятельности. Наряду с этим доходность фондов облигаций и смешанных инвестиций отрицательно связана с балансом продаж предыдущего периода. Можно наблюдать в данном случае эффект, противоположный эффекту умных денег. Это объясняется тем, что эффект умных денег наблюдается только в пределах текущего года. Связь же между избыточной доходностью текущего года и балансом продаж предшествующего периода имеет иное объяснение. После провала продаж фонда текущего года в следующем за ним периоде управляющие стремятся разными способами, в том числе за счет манипуляций, добиться его более высокой доходности по сравнению с конкурентами.

При анализе влияния иностранных бумаг в портфеле ОиИПИФа на получаемую ими доходность (см. табл. 2) выявлена следующая закономерность: избыточная доходность выше, если в портфеле фонда акций имеются иностранные бумаги. Простое объяснение данного результата состоит, по всей видимости, в том, что инвестиции в иностранные бумаги помогают в значительной степени диверсифицировать риски портфеля.

Помимо характеристик самих паевых фондов на эффективность их деятельности в значительной степени влияют показатели управляющих компаний, такие как выручка, чистая прибыль, капитал и резервы. Для всех категорий ОиИПИФов большая рентабельность их УК ведет к большей доходности фонда. Размер чистой прибыли может служить индикатором высокого или низкого качества менеджмента.

Несколько неожиданным оказался эффект размера выручки и собственного капитала управляющей компании на доходность ОиИПИФов. Так, более высокая выручка и больший размер собственного капитала управляющей компании ведут к снижению доходности паев. В данном случае вновь проявляется отрицательный эффект масштаба (аналогичный эффекту воздействия размера фонда). В то же время более высокая выручка управляющей компании (УК) — это не только результат вознаграждения, получаемого от ПИФа, но и результат активного инвестирования собственного капитала. Таким образом, полученный результат свидетельствует об определенном конфликте интересов внутри управляющей компании. Более активные покупки и продажи ценных бумаг из собственного портфеля УК ведут к ухудшению результатов управляемых ею взаимных фондов.

Общей чертой для всех фондов является независимость их доходности от принадлежности к той или иной группе финансовых посредников. Фактически был получен ответ на вопрос, насколько эффективнее в портфельном управлении банковские холдинги, брокеры, нерезиденты, специализированные УК, УК крупных нефинансовых холдингов и УК страховщиков.

Так, например, для фондов облигаций принадлежность к банковской группе оказывает положительный эффект на доходность фонда. Наряду с этим фонды СИ страховых компаний получают более низкую доходность. Это может объясняться, например, тем, что многие страховые компании являются достаточно консервативными в проводимой инвестиционной политике и предпочитают поддерживать более низкий уровень риска портфеля, что ведет и к более низкой доходности. Для фондов акций подобных закономерностей выявлено не было.

Подводя промежуточный итог, можно сказать, что поведение российских взаимных фондов согласуется с выводами предыдущих исследований, основанных на анализе развитых рынков. Мы также выявили некоторые различия во влиянии факторов на доходность для разных категорий фондов (например, влияние текущего баланса продаж или баланса продаж предыдущего периода).

4. Факторы, влияющие на потоки средств во взаимных фондах

При покупке паев взаимных фондов инвесторы могут выбирать из сотен вариантов. Такое большое количество вариантов не позволяет им внимательно и подробно рассматривать каждый отдельный фонд. Большинство инвесторов не имеют какого-либо формального руководства по тому, на какие характеристики следует обращать внимание при выборе подходящего объекта инвестирования. Одним из важных показателей, как мы уже отмечали выше, является прошлая доходность пая. Но рассматривая только этот показатель, невозможно понять, почему один фонд является более привлекательным, чем другие (даже если он имеет более низкую доходность), и почему чистый баланс продаж этого фонда выше.

В предыдущем разделе мы уже выявили наличие эффекта умных денег в деятельности ОиИПИФов. Рассмотрим теперь, какие еще факторы определяют величину баланса продаж паевых фондов.

В исследованиях, посвященных деятельности взаимных фондов, уже давно является признанным фактом наличие устойчивой положительной взаимосвязи между чистым балансом продаж фонда и доходностью предыдущего периода⁵. Как показано в табл. 3, эти две характеристики фонда связаны положительно для российских фондов акций и СИ.

⁵ См.: [Ippolito, 1992; Chevalier, Ellison, 1997; Sirri, Tufano, 1998; Berk, Green, 2004; Gruber, 1996; Zheng, 1999].

Оценка влияния факторов на баланс продаж взаимных фондов

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Баланс продаж	Акции 2000—2013	Акции 2008—2013	Облигации 2000—2013	Облигации 2008—2013	СИ 2000—2013	СИ 2008—2013
Возраст фонда	-0,0011*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0003)	-0,0013* (0,0007)	-0,0008*** (0,0002)	
Среднегодовая СЧА	1,4874*** (0,5242)		1,1643*** (0,1311)	1,9304*** (0,5394)	0,3718** (0,1626)	-0,7014*** (0,1041)
Доходность предыдущего периода	0,0670*** (0,0143)	0,0438*** (0,0119)	-0,0200 (0,0311)	0,0015 (0,0235)	0,0833** (0,0325)	0,0332** (0,0162)
Вознаграждение УК	9,9154*** (1,8460)				4,9065* (2,5191)	
Вознаграждение спецрегистратора	1,1930*** (0,2691)			-4,1702*** (1,0216)	1,1318** (0,4567)	
Вознаграждение спецдепозитария	1,2235*** (0,2312)	0,2719*** (0,0584)	0,7153*** (0,1566)		0,5555** (0,2630)	0,1498*** (0,0452)
Вознаграждение аудитора и оценщика	0,0688* (0,0374)		-0,3660*** (0,1221)	-0,5991*** (0,2095)	-0,0659** (0,0318)	
Прочие расходы	0,2704** (0,1061)		0,7826** (0,3781)		0,2644*** (0,0922)	0,1279*** (0,0210)
Расходы, связанные с деятельностью	-13,5380*** (2,1765)	-0,4548*** (0,0606)	-2,6487*** (0,9105)		-5,7102** (2,7189)	
Наличие иностранных бумаг в портфеле фонда	0,0033*** (0,0011)	0,0024** (0,0010)				
Вознаграждение УК		-0,1487** (0,0636)	1,8319** (0,9284)			-0,0050** (0,0024)
Чистая прибыль УК		0,0451** (0,0175)				0,1182 (0,0783)
Членство в НФА (фиктивная переменная)			-0,0033* (0,0017)	-0,0067* (0,0037)		
Баланс продаж предыдущего периода				-0,8242* (0,4341)	0,0648 (0,0402)	
Оборачиваемость портфеля				-0,5692** (0,2521)		
Тип фонда						-0,0028* (0,0015)
Константа	0,0019*** (0,0005)	0,0013 (0,0009)	-0,0001 (0,0018)	-0,0017 (0,0028)	0,0023*** (0,0006)	0,0005 (0,0015)
Финансовый посред- ник: положительный эффект			Банк, Корпо- рация	Банк, Корпо- рация		
Финансовый посред- ник: отрицательный эффект		Брокер, Нерези- дент			Корпо- рация, Специа- лизиро- ванный	Брокер Специа- лизиро- ванный
Количество наблюдений	2925	1350	1768	816	1332	666
R ² (%)	54,32	53,11	62,51	61,32	56,15%	54,12

Примечания. В скобках приведены значения стандартной ошибки.

В столбцах (1)—(2) представлены результаты оценки по группе фондов акций и индексных фондов; в столбцах (3)—(4) — результаты по группе фондов облигаций и денежного рынка; в столбцах (5)—(6) — результаты для фондов смешанных инвестиций. Столбцы (1), (3), (5) содержат оценки коэффициентов на всем периоде рассмотрения; столбцы (2), (4), (6) — за период 2008—2013 годов. Уровни значимости: * 10%, ** 5%, *** 1%.

Нами не выявлено наличия выпуклости в зоне убытков в функции продаж российских взаимных фондов⁶. Однако во время кризисов пайщики часто демонстрируют склонность к иррациональному поведению, предпочитая не продавать, а, наоборот, приобретать паи ОиИПИФов, имеющих отрицательную доходность.

Положительная связь между размером ОиИПИФов и балансом продаж означает, что паи более крупных фондов, несмотря на их более слабые результаты по сравнению с менее капитализированными фондами по критерию избыточной доходности (см. табл. 2), продаются инвесторам более активно. Крупные ОиИПИФы, которые часто управляются более крупными компаниями, имеют больше материальных возможностей в сфере рекламы и дистрибуции паев, чем активно и пользуются. Это свидетельствует не только о том, что в части доходности (и, как будет показано далее, вознаграждения УК) эффект масштаба деятельности не работает, но и об искаженности системы продаж паев, не позволяющей частным инвесторам совершать осознанный и независимый выбор, отбирая в портфель фонды с лучшими критериями по доходности и рискам.

Из табл. 3 также видно, что ОиИПИФы характеризуются отрицательной взаимосвязью между притоком средств в фонд и величиной общих расходов на управление, что согласуется с выводами, сделанными Эриком Сирри и Питером Туфано [Sirri, Tufano, 1998], а также Бредом Барбером и др. [Barber et al., 2005], показавшими, что взаимные фонды с меньшими издержками более привлекательны для инвесторов.

Интересно отметить, что более высокие прочие расходы, а также более высокое вознаграждение депозитария приводит к более высокому уровню притока средств в фонд, что согласуется с теоретическими и практическими предположениями о том, что лучше продаются паи тех взаимных фондов, продавец которых имеет сильную мотивацию за счет более высокого вознаграждения. Более высокое вознаграждение специализированного депозитария позволяет построить более эффективную систему контроля за деятельностью фонда, способствующей укреплению доверия к нему со стороны внешних инвесторов. При рассмотрении вознаграждения специализированного регистратора, аудитора и оценщика устойчивых взаимосвязей выявлено не было.

Вознаграждение же УК положительно связано с балансом продаж в фондах акций и смешанных инвестиций на длинном периоде (2000—2013 годы). Инвесторы могут рассматривать вознаграждение УК как своеобразный индикатор лучшего качества управления и бо-

⁶ Согласно модели Берка и Грина [Berk, Green, 2004] баланс продаж взаимных фондов является функцией от избыточной доходности фондов за предшествующий период (функция продаж). Данная функция в зоне убытков имеет выпуклую форму. Выпуклость функции продаж отражает иррационализм в поведении инвесторов взаимных фондов, заключающийся в том, что при росте убытков фондов вывод средств из них осуществляется не так быстро, как можно было бы ожидать при рациональном поведении инвесторов.

лее высокого уровня профессионализма менеджеров. Таким образом, фонды с более высоким вознаграждением за управление могут быть более привлекательными для инвесторов и генерировать более высокий уровень баланса продаж. Кроме того, за счет вознаграждения УК, как и в случае с прочими расходами ОиИПИФов, нередко реализуются программы стимулирования продавцов паев взаимных фондов, что является дополнительным стимулом роста продаж.

Наличие в портфеле фондов акций иностранных бумаг ведет к увеличению чистого потока средств во взаимный фонд. Лучшая диверсификация портфеля и ожидания более устойчивого уровня доходности — значимые катализаторы роста баланса продаж фонда.

Рассматривая принадлежность УК к той или иной группе финансовых посредников (к банкам, брокерам, нерезидентам, специализированным УК, нефинансовым компаниям и страховщикам), можно отметить, что у разных категорий фондов принадлежность к разным группам проявляется по-разному. Так, например, для фондов облигаций более эффективно быть частью банковской группы или крупной корпорации.

Таким образом, вновь можно отметить схожесть выводов о деятельности фондов в России с выводами, полученными при анализе деятельности фондов в развитых странах.

5. Факторы, влияющие на размер вознаграждения управляющих компаний

Одним из главных вопросов, «подогревающих» дискуссии относительно вознаграждения, выплачиваемого за счет имущества фондов, является то, в какой степени инвесторы осведомлены о вознаграждении, получаемом УК. Мы уже отмечали выше, что размер вознаграждения положительно влияет на приток денежных средств в фонд. Однако из-за отсутствия прозрачности инвесторы сталкиваются с трудностями в понимании внутренних эффектов воздействия вознаграждения УК на качество управления активами фонда (см. работу Барбера и др. [Barber et al., 2005]). Более ясное понимание структуры вознаграждения, получаемого УК, а также факторов, которые его формируют, могло бы оказать давление на менеджеров, вынудив их подтвердить обоснованность величины взимаемого вознаграждения или даже снизить издержки [Geranio, Zanotti, 2005]. Мануэла Джеранио и Джованни Дзанотти также отметили зависимость величины вознаграждения УК от таких показателей, как размер фонда, тип финансового посредника и др.

В табл. 4 приведены результаты анализа факторов, которые могут оказывать влияние на размер выплачиваемого УК вознаграждения. В первую очередь необходимо отметить наличие устойчивой значимой связи между вознаграждением УК и результатом ее деятельности в терминах приносимой фондом доходности (как текущей, так и пре-

Т а б л и ц а 4

**Оценка влияния факторов на уровень вознаграждения
управляющей компании взаимными фондами**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Вознаграждение УК	Акции 2000—2013	Акции 2008—2013	Облигации 2000—2013	Облигации 2008—2013	СИ 2000—2013	СИ 2008—2013
Среднегодовая СЧА	0,0020*** (0,0006)	0,0004** (0,0001)	0,0012** (0,0005)	0,0008** (0,0004)	0,0024*** (0,0008)	0,0024*** (0,0008)
Баланс продаж	0,0002** (0,0001)	0,0001*** (0,0000)	0,0002** (0,0001)		0,0005*** (0,0001)	0,0005*** (0,0001)
Избыточная доходность	-0,0000** (0,0000)		-0,0005*** (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)
Доходность предыдущего периода	-0,0001*** (0,0000)		-0,0005*** (0,0002)	0,0006*** (0,0001)	-0,0007*** (0,0002)	-0,0007*** (0,0002)
Вознаграждение спецрегистратора	-0,1544*** (0,0001)	-0,1549*** (0,0001)	-0,1506*** (0,0016)	-0,1533*** (0,0012)	-0,1543*** (0,0007)	-0,1543*** (0,0007)
Вознаграждение спецдепозитария	-0,0899*** (0,0002)	-0,0899*** (0,0001)	-0,0889*** (0,0005)	-0,0891*** (0,0004)	-0,0901*** (0,0003)	-0,0901*** (0,0003)
Вознаграждение аудитора и оценщика	-0,0045*** (0,0001)	-0,0045*** (0,0000)	-0,0044*** (0,0003)	-0,0047*** (0,0004)	-0,0042*** (0,0001)	-0,0042*** (0,0001)
Прочие расходы	-0,0398*** (0,0001)	-0,0399*** (0,0000)	-0,0391*** (0,0004)	-0,0393*** (0,0003)	-0,0397*** (0,0001)	-0,0397*** (0,0001)
Расходы, связанные с деятельностью	1,1549*** (0,0007)	1,1569*** (0,0002)	1,1500*** (0,0028)	1,1528*** (0,0022)	1,1543*** (0,0009)	1,1543*** (0,0009)
Баланс продаж предыдущего периода	0,0003*** (0,0001)				0,0004*** (0,0001)	0,0004*** (0,0001)
Выручка УК	0,0001*** (0,0000)		0,0620*** (0,0212)			
Оборачиваемость портфеля ПИФа		0,0001*** (0,0000)				
Оборачиваемость активов пайщиков		0,0001* (0,0001)		0,0001*** (0,0000)		
Константа	-0,0000*** (0,0000)	0,0001*** (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0000*** (0,0000)	-0,0000* (0,0000)	-0,0000* (0,0000)
Финансовый посредник: положительный эффект		Брокер, Нерезидент	Брокер, Банк, Специализированный	Брокер, Специализированный		
Финансовый посредник: отрицательный эффект					Специализированный	Специализированный
Количество наблюдений	2700	1350	1768	816	1332	1332
R ² (%)	83,12	84,15	78,45	76,39	83,21	82,89

Примечания. В скобках приведены значения стандартной ошибки.

В столбцах (1)—(2) представлены результаты оценки по группе фондов акций и индексных фондов; в столбцах (3)—(4) — результаты по группе фондов облигаций и денежного рынка; в столбцах (5)—(6) — результаты для фондов смешанных инвестиций. Столбцы (1), (3), (5) содержат оценки коэффициентов на всем периоде рассмотрения; столбцы (2), (4), (6) — за период 2008—2013 годов. Уровни значимости: *10%, **5%, ***1%.

дыдущей). Полученные результаты показывают, что более высокая доходность фонда ведет к более низкому уровню вознаграждения УК. Подобный результат может выглядеть несколько неожиданным, но он полностью согласуется с моделью Хавьера Гил-Базо и Пабло Руиз-Верду [Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, 2008]. Данная модель показывает, что менее эффективные ОиИПИФы устанавливают вознаграждение УК не меньше того, которое устанавливают более эффективные фонды, поскольку высококачественные фонды могут извлечь выгоду из лучшей дифференциации путем привлечения дополнительных клиентов при установлении более низкого уровня вознаграждения.

Можно отметить, что и размер ОиИПИФа (среднегодовая СЧА), и баланс продаж положительно влияют на вознаграждение УК. Некоторые предыдущие исследования показывают, что более крупные взаимные фонды обычно устанавливают более низкий уровень вознаграждения управляющей компании [Geranio, Zanotti, 2005] в связи с наличием эффекта масштаба деятельности. Отрицательный эффект на российском рынке еще раз подтверждает наш вывод о том, что относительно малый размер отечественных фондов не позволяет реализоваться эффекту экономии на масштабе. Положительный эффект влияния баланса продаж паев свидетельствует о том, что для управляющего большую роль играет рост продаж паев, чем успех инвестиционной стратегии.

Рассмотрение общего уровня расходов по управлению фондами показывает, что их более высокий уровень отражается в более высоком уровне вознаграждения УК. Все прочие выплаты (вознаграждение депозитария, регистратора, аудитора и т. д.) отрицательно влияют на вознаграждение УК, что свидетельствует о том, что управляющие компании часто стремятся повысить собственное вознаграждение за счет экономии на оплате услуг специализированных депозитария, регистратора и аудитора.

В табл. 4 также представлены данные, касающиеся влияния финансового посредника. Только для фондов облигаций был обнаружен положительный эффект от принадлежности к брокерской группе или к группе специализированных посредников.

Основные выводы

Подведем некоторые итоги. Без успешного развития коллективных инвестиций в России не удастся успешно решить проблему привлечения массового внутреннего инвестора на внутренний рынок и аккумуляции ресурса «длинных» денег. Однако в отличие от их ускоренного развития и востребованности разными категориями инвесторов в большинстве стран мира российские ОиИПИФы в последние годы не растут, их активы составляют всего 0,2% ВВП. Такая ситуация связана не только с фактической стагнацией российского фондового рынка после кризиса 2008 года, но и с низкой эффективностью

и недостаточностью внутренних стимулов развития коллективных инвестиций.

В отрасли коллективных инвестиций не работает эффект масштаба деятельности, то есть рост размеров фондов не ведет к повышению их доходности и к сокращению вознаграждения управляющей компании. Для решения данной проблемы необходимо снять препятствия для роста взаимных фондов за счет расширения круга их потенциальных инвесторов. Это прежде всего касается пенсионных накоплений и средств, аккумулируемых на индивидуальных инвестиционных счетах. Важную роль в росте активов фондов может сыграть усиление конкуренции между управляющими компаниями паевыми инвестиционными фондами за счет снижения транзакционных издержек инвесторов по «переключению» инвестиций между фондами, управляемыми разными компаниями, при условии создания современной расчетной инфраструктуры по сделкам с паями ПИФов.

Серьезным тормозом в развитии индустрии коллективных инвестиций является отсутствие открытости в архитектуре продаж паев, предполагающей возможность инвестора с одного счета приобрести паи ПИФов, управляемых разными компаниями, а также требований о фидуциарной ответственности продавцов инвестиционных продуктов, обязанных давать инвестиционные советы исключительно в интересах их клиентов. Это проявляется в том, что крупные ОиИПИФы, не обладающие преимуществами в части избыточной доходности и уровня вознаграждения УК, продаются более активно по сравнению с менее капитализированными фондами, более эффективными по критерию доходности и издержек. Как для паев ПИФов, так и для всех иных инвестиционно-финансовых продуктов, предлагаемых частным инвесторам, необходимо создавать такую модель продаж, которая позволяла бы гарантировать честный инвестиционный совет, осознанное и независимое инвестиционное решение потребителя финансовых услуг. Для этого необходимо развивать открытую архитектуру продаж инвестиционных продуктов, паевые супермаркеты, фидуциарную ответственность независимых инвестиционных консультантов.

Для повышения привлекательности ОиИПИФов особое значение для инвесторов имеют низкие издержки на управление данными фондами. Пока они являются избыточно высокими по сравнению с зарубежными аналогами. Управляющие крупными фондами в большей мере стремятся повышать размер своего вознаграждения за счет экономии на оплате услуг специализированных депозитариев, регистраторов и аудиторов, чем за счет эффективности своей деятельности и привлечения новых средств инвесторов. Создание открытой архитектуры продаж, повышение уровня информированности пайщиков об издержках, сокращение издержек по «переключению» инвестиций между ПИФаами разных компаний, иные меры по развитию конкуренции в коллективных инвестициях — вот реальный

путь снижения издержек инвесторов и повышения эффективности деятельности ОиИПИФов. Кроме того, необходимо отдельно выделить в вознаграждении за управление фондами целевую плату для возмещения расходов по рекламе и дистрибуции паев ПИФов, чтобы сделать прозрачной для инвесторов информацию о том, какая часть вознаграждения направляется на поощрение портфельных управляющих, а какая — на стимулирование продаж.

Анализ факторов избыточной доходности, баланса продаж взаимных фондов и вознаграждения управляющей компании показал, что российские паевые фонды и их инвесторы во многом следуют тем же закономерностям, что и их зарубежные аналоги. Это находит проявление, в частности, в наличии эффекта умных денег, позволяющего судить о разумности поведения участников рынка коллективных инвестиций. Однако на будущее необходимо качественно повысить информированность инвесторов при отборе паевых инвестиционных фондов, сократить их издержки на проведение собственных аналитических исследований. Это возможно сделать за счет ускоренного развития независимых информационно-аналитических сервисов и академических исследований по теме коллективных инвестиций.

Немалую роль в развитии внутреннего рынка коллективных инвестиций может и должно сыграть государство (см.: [Абрамов и др., 2014]). Это касается не только изменений в области регулирования и надзора на финансовом рынке, но и прежде всего создания в стране инвестиционной среды, необходимой для ускоренного развития предпринимательской инициативы, ответственного отношения граждан к вопросам собственной финансовой безопасности, а также частных финансовых организаций.

Взаимные фонды являются одним из наиболее популярных в мире механизмов вовлечения добровольных сбережений частных лиц на внутренний фондовый рынок. Их ускоренное развитие позволило бы создать реальный денежный спрос на акции и облигации российских эмитентов, способствуя росту их инвестиционного потенциала. Коллективные инвестиции могут помочь повысить эффективность управления пенсионными резервами и накоплениями. Кроме того, их успешное развитие снижает вероятность появления на рынке финансовых пирамид, крушение которых приводит к острым социальным конфликтам. В этом заключается их польза для общества и государства.

Литература

1. *Абрамов А. Е.* Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития. М.: Дело, 2014.
2. *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М.* Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 33—49.

3. Экономика инвестиционных фондов / Под ред. А. Радыгина. М.: Дело, 2015.
4. *Barber O., Terrance L., Zheng L.* Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows // *Journal of Business*. 2005. Vol. 78. No 6. P. 2095—2120.
5. *Barras L., Scaillet O., Wermers R.* False discoveries in mutual fund performance: measuring luck in estimated alphas // *Journal of Finance*. 2010. Vol. 65. No 1. P. 179—216.
6. *Berk B., Green R.* Mutual fund flows and performance in rational markets // *Journal of Political Economy*. 2004. Vol. 112. No 6. P. 1269—1295.
7. *Bialkowski J., Otten R.* Emerging market mutual fund performance: Evidence for Poland // *North American Journal of Economics and Finance*. 2011. Vol. 22. No 2. P. 118—130.
8. *Blake D., Timmermann A.* Mutual fund performance: Evidence for the UK // *European Finance Review*. 1998. Vol. 2. No 1. P. 57—77.
9. *Blake D., Caulfield T., Ioannidis C., Tonks I.* Improved inference in the evaluation of mutual fund performance using panel bootstrap methods // *Journal of Econometrics*. 2014. Vol. 183. No 2. P. 202—210.
10. *Carhart M.* On persistence in mutual fund performance // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. No 1. P. 57—82.
11. *Chan K.C., Fenga X., Zhoua M.* Smart money or dumb money? A study on the selection ability of mutual fund investors in China, North American // *Journal of Economics and Finance*. 2014. Vol. 30. November. P. 154—170.
12. *Chen J., Hong H., Huang M., Kubik J.D.* Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization // *American Economic Review*. 2004. Vol. 94. No 5. P. 1276—1302.
13. *Chevalier J., Ellison G.* Risk taking by mutual funds as a response to incentives // *Journal of Political Economy*. 1997. Vol. 105. No 6. P. 1167—1200.
14. *Fama E. F., French K. R.* Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns // *Journal of Finance*. 2010. Vol. 65. No 5. P. 1915—1947.
15. *Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S.* The determinants of mutual fund performance: A cross-country study // *Review of Finance*. 2013. Vol. 17. No 2. P. 483—525.
16. *Geranio M., Zanotti G.* Can mutual funds characteristics explain fees? *Journal of Multinational Financial Management*. 2005. Vol. 15. No 4—5. P. 354—376.
17. *Gil-Bazo J., Ruiz-Verdu P.* Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry // *Journal of Finance*. 2009. Vol. 64. No 5. P. 2153—2183.
18. *Gruber M.* Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds // *Journal of Finance*. 1996. Vol. 51. No 3. P. 783—807.
19. *Ippolito R.* Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry // *Journal of Law and Economics*. 1992. Vol. 35. No 1. P. 45—70.
20. *Jensen M.C.* The performance of mutual funds in the period 1945—1964 // *Journal of Finance*. 1968. Vol. 23. No 2. P. 389—416.
21. *Kosowski R., Timmermann A., Wermers R., White H.* Can mutual fund ‘stars’ really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis // *Journal of Finance*. 2006. Vol. 61. No 6. P. 2551—2595.
22. *Malkiel B.G.* Returns from investing in equity mutual funds 1971—1991 // *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. No 2. P. 549—572.
23. *Sapp T., Tiwari A.* Does stock return momentum explain the “smart money” effect? *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. No 6. P. 2605—2622.
24. *Sharpe W. F.* Mutual fund performance // *Journal of Business*. 1966. Vol. 39. No 1. P. 119—138.
25. *Sirri E., Tufano P.* Costly search and mutual fund flows // *Journal of Finance*. 1998. Vol. 53. No 5. P. 1589—1622.
26. *Zheng L.* Is money smart? A study of mutual fund investors fund selection ability // *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. No 3. P. 901—933.

Alexander ABRAMOV¹, Cand. Sci. (Econ.). E-mail: ae_abramov@mail.ru.

Ksenia AKSHENTCEVA¹. E-mail: ksakshentceva@gmail.com.

Alexander RADYGIN^{1,2}. Dr. Sci. (Econ.). E-mail: arad@rane.ru.

¹ Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation).

² Gaidar Institute for Economic Policy (3-5, Gazetny per., Moscow, 125009, Russian Federation).

Mutual Funds Performance in Russia

Abstract

In contrast to many other countries oriented on the development of internal stock market collective investment in Russia still does not play an active role in mobilization of internal private savings. It is caused by low return level and higher risks of investment in Russian companies' securities as well as problems of lack of Russian mutual funds effectiveness. Based on a unique dataset which contains information about 755 open and interval mutual funds and its management companies' characteristics over a period 2000-2013 it is shown that cost reduction, effect of economy of scale, professionalism of managers, diversification of investments on the global market, specialization of management companies can have a positive impact on the profitability of funds. Based on our research one can conclude that effectiveness of fund share sales mainly determines by current return and level of management costs. Thus, increasing the profitability of portfolio strategies and cost reduction would significantly increase the attractiveness of mutual funds for individual investors.

Key words: mutual funds, excess returns, unit investment funds, net flow of funds, Russian securities market, management companies, asset management.

JEL: D14, E44, G12, G15, G18, G23, G28.

References

1. Abramov A. E. *The institutional investors in the World: Particularities of activities and development policy*. Moscow: Delo, 2014.
2. Abramov A., Radygin A., Chernova M. Financial Markets Regulation: Models, Evolution, Efficiency. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 2, pp. 33-49.
3. Radygin A. (ed.). *The economics of investment funds*. Moscow: Delo, 2015.
4. Barber O., Terrance L., Zheng. L. Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business*, 2005, vol. 78, no. 6, pp. 2095-2120.
5. Barras L., Scaillet O., Wermers R. False discoveries in mutual fund performance: measuring luck in estimated alphas. *Journal of Finance*, 2010, vol. 65, no. 1, pp. 179-216.
6. Berk B., Green R. Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112, no. 6, pp. 1269-1295.
7. Białkowski J., Otten R. Emerging market mutual fund performance: Evidence for Poland. *North American Journal of Economics and Finance*, 2011, vol. 22, no. 2, pp. 118-130.
8. Blake D., Timmermann A. Mutual fund performance: Evidence for the UK. *European Finance Review*, 1998, vol. 2, no. 1, pp. 57-77.
9. Blake D., Caulfield T., Ioannidis C., Tonks I. Improved inference in the evaluation of mutual fund performance using panel bootstrap methods. *Journal of Econometrics*, 2014, vol. 183, no. 2, pp. 202-210.
10. Carhart M. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 1997, vol. 52, no. 1, pp. 57-82.

11. Chan K.C., Fenga X., Zhoua M. Smart money or dumb money? A study on the selection ability of mutual fund investors in China, North American. *Journal of Economics and Finance*, 2014, vol. 30, November, pp. 154-170.
12. Chen J., Hong H., Huang M., Kubik J.D. Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *American Economic Review*, 2004, vol. 94, no. 5, pp. 1276-1302.
13. Chevalier J., Ellison G. Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 1997, vol. 105, no. 6, pp. 1167-1200.
14. Fama E. F., French K. R. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *Journal of Finance*, 2010, vol. 65, no. 5, pp. 1915-1947.
15. Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S. The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance*, 2013, vol. 17, no. 2, pp. 483-525.
16. Geranio M., Zanotti G. Can mutual funds characteristics explain fees? *Journal of Multinational Financial Management*, 2005, vol. 15, no. 4-5, pp. 354-376.
17. Gil-Bazo J., Ruiz-Verdu P. Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry. *Journal of Finance*, 2009, vol. 64, no. 5, pp. 2153-2183.
18. Gruber M. Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, 1996, vol. 51, no. 3, pp. 783-807.
19. Ippolito R. Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Law and Economics*, 1992, vol. 35, no. 1, pp. 45-70.
20. Jensen M.C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 1968, vol. 23, no. 2, pp. 389-416.
21. Kosowski R., Timmermann A., Wermers R., White H. Can mutual fund 'stars' really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis. *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, no. 6, pp. 2551-2595.
22. Malkiel B.G. Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991. *Journal of Finance*, 1995, vol. 50, no. 2, pp. 549-572.
23. Sapp T., Tiwari A. Does stock return momentum explain the "smart money" effect? *Journal of Finance*, 2004, vol. 59, no. 6, pp. 2605-2622.
24. Sharpe W. F. Mutual fund performance. *Journal of Business*, 1966, vol. 39, no. 1, pp. 119-138.
25. Sirri E., Tufano P. Costly search and mutual fund flows. *Journal of Finance*, 1998, vol. 53, no. 5, pp. 1589-1622.
26. Zheng L. Is money smart? A study of mutual fund investors fund selection ability. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, no. 3, pp. 901-933.