

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Симонов А.Ю.

**Стратегии и механизмы развития управляющих
компаний**

Москва 2018

Симонов А.Ю. заведующий международной лабораторией эмпирических исследований финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2017 год

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
1 Взаимосвязи между активными и пассивными стратегиями УК.	5
1.1 Данные	8
1.2 Активность фондов и их классификация	11
1.3 Доходность, стоимость услуг и их взаимосвязь с активностью фонда	16
1.3.1 Активность и стоимость услуг	16
1.3.2 Активность и доходность	19
1.4 Рекомендации для участников российской индустрии паевых фондов	22
1.5 Выводы	25
1.6 Дополнительные результаты	27
2 Слияние и поглощение управляющих компаний	38
2.1 Характеристики управляющих компаний и финансовых конгломератов. Доходность и приток активов.	38
2.2 Стратегии управляющих компаний	47
2.3 Слияние и поглощение управляющих компаний и их частей	53
2.4 Закрытие фондов внутри семьи	56
2.5 Российские реалии	58
2.6 Вывод	66
Заключение	67
Список использованных источников	68

ВВЕДЕНИЕ

Индустрия паевых фондов является одним из крупнейших инвесторов¹ и, как следствие, драйверов развития финансовых рынков. Около половины мировой индустрии по стоимости чистых активов под управлением приходится на американские управляющие компании (УК). Согласно данным Investment Company Institute на 2014 год, 46.3% домашних хозяйств в США имеют инвестиции в паевые фонды. Столь высокий спрос на финансовые продукты индустрии паевых фондов объясняется рядом их весомых преимуществ: низкий минимальный порог для инвестиций, диверсифицированный портфель, профессиональное управление, высокая ликвидность паев, широкий выбор инвестиционных стратегий, жесткий контроль индустрии со стороны регулятора и т.д. В то же время инвестирование в паевый фонд имеет и свои недостатки, к числу которых относятся: наличие комиссионных издержек за услуги управления портфелем, дополнительные расходы, связанные с приобретением и погашением паев (надбавка и скидка). Однако заканчиваются ли на этом негативные стороны от инвестирования в паевые фонды?

В индустрии паевых фондов ключевыми агентами являются пайщики и владельцы управляющих компаний. Интересы этих двух сторон, вообще говоря, различаются. Потенциальные инвесторы, выбирая управляющую компанию и фонд для инвестирования, стремятся к более высокой доходности при допустимом уровне риска и минимальных комиссионных издержках. Доход управляющих компаний при этом формируется за счет комиссионных издержек пайщиков, представляющих из себя фиксированный (или слабо изменяющийся) процент от стоимости чистых активов под управлением. Таким образом, интересы управляющих компаний напрямую связаны с увеличением двух составляющих их доходов: комиссионных издержек и стоимости чистых активов под управлением. Если размер комиссионных издержек во многом определяется уровнем конкуренции между управляющими компаниями [1,2], то на совокупную стоимость чистых активов можно воздействовать различными путями.

¹ 2016 Investment Company Fact Book, p. 14.

1 ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ АКТИВНЫМИ И ПАССИВНЫМИ СТРАТЕГИЯМИ УК.

Одним из самых жарких споров в индустрии паевых фондов по-прежнему остается вопрос выбора между пассивным и активным фондом. Защитники активного управления капиталом [3,4] придерживаются мнения, что среди портфельных менеджеров активных фондов действительно существует достаточно большое количество талантливых специалистов. Однако более высокий уровень комиссионных платежей зачастую не позволяет инвесторам ощутить эту добавленную стоимость на себе. Приверженцы пассивного управления [5], в свою очередь, подчеркивают, что лишь менее 2% активных фондов позволяют обыграть индексы после вычета комиссионных платежей.

Величина комиссионных платежей фонда является одним из ключевых характеристик фонда. Помимо того, что они прямым образом влияют на конечную доходность пайщика, величина комиссий также могут являться инструментом выявления талантливых менеджеров и предсказания будущей доходности [4].

Корана, Серваес и Туфано [6], изучив рынки 18 развитых стран, показали, что размер комиссий существенно варьируется как между странами, так и между фондами одной страны. Согласно результатам авторов, следующие группы фондов и управляющих компаний (УК) характеризуются меньшими комиссионными издержками: большие по СЧА (счет чистых активов) фонды и УК, индексные фонды и фонды фондов, а также институциональные фонды. Среди других факторов, способствующих снижению расходов пайщиков, Корана и др. [6] отметили, например, более высокий уровень финансовой состоятельности и образованности населения, высокую степень юридической защиты инвесторов, а также низкую концентрацию банковского сектора или вообще запрет банкам участвовать в индустрии управляющих компаний.

Кремерс, Феррейра, Матос и Старкс [7], проведя анализ 32 европейских стран, во многом подтвердили эти результаты. Однако, главным отличием этих двух исследований является то, что Кремерс и др. [7], прежде всего, изучают зависимость высоты комиссий активных фондов акций от уровня их пассивности. Для определения уровня активности авторы используют концепцию «Активная Часть» /

АЧ (Active Share / AS), представленную в работе [8]. АЧ показывает насколько портфель фонда отклоняется от своего бенчмарка (индекса) и вычисляется по формуле (1).

$$AS = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{No} |w_{fund,i} - w_{index,i}| \quad (1)$$

где $w_{fund,i}$ и $w_{index,i}$ являются весами актива i в портфеле фонда и в индексе, бенчмарке фонда. Так, фонд, полностью реплицирующий свой базовый индекс, имеет значение активной части, равное нулю. Активная часть фонда, не имеющего общих бумаг с базовым индексом, равна 100%.

Кремерс и Петажисто [8], хоть и обнаруживают положительную статистически значимую зависимость высоты комиссий от уровня АЧ на американском рынке, посчитали экономический эффект крайне малым. Кремерс и др. [7] также показали значимую корреляцию АЧ фондов и высоту их комиссий. Более того, авторы выявили важный эффект индексных фондов на величину комиссий активных фондов в стране: в тех странах, где конкурентное давление индексных фондов меньше, величина комиссий активных фондов выше.

Кремерс и Петажисто [8] также показали, что величина активности фонда положительно коррелирует со скорректированной на риск доходностью фонда как до, так и после вычета комиссионных. Схожие результаты были получены и в работе Cremers et al. [7] по широкой выборке стран.

Россия является отличным примером страны с неразвитым внутренним рынком пассивного управления. На конец июня 2017 года в России имеется всего 18 открытых индексных паевых фондов акций с СЧА меньше 2% от общего объема в открытых паевых фондах. Однако, в последние годы начали активно развиваться пассивные фонды фондов, инвестирующие в зарубежные индексные ETF (рис. 1).

Как было показано в работе Абрамова, Акшенцевой [9], величина комиссий российской индустрии несоизмеримо превосходит таковые развитых стран. В 2013 году общий уровень расходов на управление в открытых и интервальных фондах составлял 3.9%, а средний размер вознаграждения УК – 2.6%. В рамках

регрессионного анализа, авторы выявляют факторы, влияющие на уровень вознаграждения управляющей компании. Согласно результатам, размер фонда и баланс продаж положительно влияют на величину вознаграждения УК. В тоже время, текущая и историческая избыточная доходность, величина прочих расходов пайщика (спецрегистратор, спецдепозитарий и другие) и оборот портфеля отрицательно и значимо коррелируют с величиной вознаграждения УК.

Используя данные по составу портфелей, мы измеряем степень активности репрезентативной выборки российских фондов акций, инвестирующий преимущественно в акции российских эмитентов. Это позволяет нам выявить, насколько российские фонды являются активными относительно своих базовых индексов. Отдельно рассматриваются активные и индексные фонды.

Согласно полученным результатам, активные фонды в России в среднем на 56% отклоняются от своего индекса и характеризуются малой вариабельностью активной части во времени. Индексные фонды неожиданно сильно отклоняются от базового индекса, в среднем на 12%. Возможными причинами выступают: наличие наличных средств и задолженности контрагентов, недостаточная для реплицирования ликвидность акций, входящих в базовые индексы, а также осознанное отклонение менеджерами.

Далее мы исследуем величину полных расходов пайщиков (ПРП), включающую в себя комиссии, надбавки и скидки, чистую, скорректированную на риск, доходность фондов и их взаимосвязь со степенью активности фонда. Как и следовало ожидать, активные фонды дороже обходятся пайщикам. В рамках регрессионного анализа мы показываем, что более высокое отклонение активного фонда от базового индекса ассоциируется с большим размером ПРП. В тоже время, более активные фонды демонстрируют меньшую чистую, скорректированную на риск, доходность. Отклонение индексных фондов от базового индекса приводит к еще большей потере доходности, чем в случае с активными фондами.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии у активного управления капиталом проблем в виде низкой доходности и высоких комиссий. Неразвитость рынка и низкая конкуренция создают все предпосылки для существования подобной ситуации. Наряду с общей финансовой неграмотностью это может являться причиной

непопулярности паевых фондов в России. В качестве решения мы предлагаем развивать рынок пассивного управления капиталом как путем мониторинга цен на их продукты, так и с помощью мер, направленных на повышение понимания массовым инвестором сути пассивного управления.

1.1 Данные

Используемые данные представляют собой кросс-секцию индустрии, взятой на конец июня 2016 года. Данные были собраны с ресурсов nlu.ru и investfunds.ru. В выборку вошли только фонды акций, инвестирующие не менее 50% СЧА в акции российских эмитентов, имеющие размер не менее 10 млн. руб.

Таблица 1 – Список фондов, вошедших в исследование

Идентиф.	Квартал	Имя фонда	Кодировка
1	2016q2	Уралсиб акции роста	Ural.Growth.eq.
2	2016q2	Уралсиб Первый	Ural.First
3	2016q2	Альфа-капитал ликвидные акции	Alfa.Liq.equity
5	2016q2	Сбербанк активного управления	Sber.Active.Mng
6	2016q2	Сбербанк Добрыня Никитич	Sber.Dobr.Nikt
7	2016q2	Атон Петр Столыпин	Aton.Petr.Stolpn
8	2016q2	БК-сбережения Пётр 1	BK.Petr1st
9	2016q2	ВТБ акции	VTB.equity
10	2016q2	Газпром акции	Gazprom.equity
11	2016q2	ТКБ Премиум акции	TKB.Prem.equity
12	2016q2	Райффайзен акции	Reiff.equity
13	2016q2	Ингосстрах акции	Ingos.equity
14	2016q2	Арсатера акции	Arsagera.equity
15	2016q2	Промсвязь акции	Promsv.equity
16	2016q2	Солид инвест	Solid invest
17	2016q2	Апрель акции	April.equity
18	2016q2	ВТБ перспективные инвестиц	VTB.Perspektiv
19	2016q2	Агана экстрим	Agana.extrim
20	2016q2	БФА Стоик	BFA.Stoik
100	2016q2	Альфа	индекс ММВБ
200	2016q2	БКС	индекс ММВБ
300	2016q2	ВТБ	индекс ММВБ
400	2016q2	Газпром	индекс ММВБ
500	2016q2	Открытие	индекс ММВБ
600	2016q2	РГС	индекс ММВБ
700	2016q2	Райф	индекс ММВБ
800	2016q2	Солид	индекс ММВБ
21	2016q2	Capital persp	КапиталЪ – Перспективные вложения
22	2016q2	Open equity	Открытие – Акции
23	2016q2	VTB Ploschad	Площадь Победы
24	2016q2	Monomakh persp	Мономах-Перспектива

Продолжение таблицы 1

Идентиф.	Квартал	Имя фонда	Кодировка
25	2016q2	Region eq	Регион Фонд Акций
26	2016q2	RFZ eq	РФЦ – Фонд акций
27	2016q2	Parma Dm Don	Дмитрий Донской
28	2016q2	EG eq	ИДжи Акций
29	2016q2	VTB Elec	
30	2016q2	Ural Eneg pers	УРАЛСИБ Энергетическая перспектива
31	2016q2	Reiff energ	Райффайзен – Электроэнергетика
32	2016q2	Sber energ	Сбербанк – Электроэнергетика
33	2016q2	Reiif sirie	Райффайзен – Сырьевой сектор
34	2016q2	Vtb nefte	ВТБ – Фонд Нефтегазового сектора
35	2016q2	Rgs نفت	РГС - Нефтегаз
36	2016q2	neft gaz	Максвелл Нефтегаз
37	2016q2	neft gaz	УРАЛСИБ Нефть и Газ
38	2016q2	Maxwell Energo	Максвелл Энерго
39	2016q2	RGS Electro	РГС – Электроэнергетика
40	2016q2	Ermak kratkosr	Ермак – фонд краткосрочных инвестиций
41	2016q2	Golden Runo	Метрополь Золотое Руно
42	2016q2	Otraslevie	
43	2016q2	Eq	РИКОМ – акции
44	2016q2	Invest Kapital	ИнвестКапитал – фонд акций
45	2016q2	Eq	Северо-западный – Фонд акций
46	2016q2	Eq	Лидер – Акции
47	2016q2	Eq	Максвелл Фонд Акций
48	2016q2	Vtoroi Eshelon	Апрель Капитал – Акции второго эшелона
49	2016q2	Eq	Глобал Капитал – Акции
50	2016q2	Eq	РОНИН фонд акций
51	2016q2	Bazovie otrasli	Базовые отрасли
900	2016q2	Gazprom IF Energo	индекс ММВБ энерго
1000	2016q2	Open IF Energo	индекс ММВБ энерго
1100	2016q2	Ingos IF	индекс ММВБ
1200	2016q2	Stoik IF	индекс ММВБ
1300	2016q2	Olma IF	индекс ММВБ
1400	2016q2	Maxwell IF	индекс ММВБ
52	2016q2	Maxwell Metall	
53	2016q2	RGS Metall	РГС - Металлургия

Источник: рассчитано авторами.

Выборка включает как активные (АФ), так и индексные фонды (ИФ). Ограничения обоснованы методологией расчета АЧ, которая требует привязки каждого фонда к конкретному существующему индексу в зависимости от его инвестиционного фокуса. Основной причиной использования кросс-секционных данных является отсутствие исторических данных по размеру комиссий. Однако, согласно существующим исследованиям [9], их уровень слабо варьируется из года в

год. Конечная выборка включает 48 АФ и 14 ИФ². Привязка фондов к индексам ММВБ показана в таблице 2.

Таблица 2 – Распределение фондов по индексам ММВБ

Базовый индекс	Активные		Индексные	
	Кол-во фондов	Доля выборки	Кол-во фондов	Доля выборки
ММВБ	12	86%	36	75%
Металл и добыча	0	0	2	4%
Нефть и газ	0	0	5	10%
Электроэнергетика	2	14%	5	10%
Всего	14	100%	48	100%

Источник: рассчитано авторами.

В таблице 3 приведена подробная описательная статистика выборки. Полные расходы пайщиков (ПРП) рассчитываются, следуя методологии Khorana et al. (2009), по формуле:

$$\text{ПРП} = \text{ЕРП} + \text{Loads}/5 \quad (2)$$

где ПРП – полные расходы пайщика при среднем сроке инвестирования 5 лет, ЕРП – ежегодные расходы пайщика (total expense ratio), *Loads* – одноразовые надбавки и скидки. Активная часть посчитана в полном соответствии с методологией Cremers and Petajisto [8] по приведенной выше формуле. Долгосрочное среднее активной части вычисляется, как среднее по всей истории фонда. Статистика приведена отдельно для активных и индексных фондов. Коэффициент Шарпа оценивается на годовом окне на дневных данных избыточной доходности фонда с использованием бескупонной ставки ГКО-ОФЗ со сроком погашения 1 год³. Величина рыночного риска является стандартным отклонением дневной доходности фонда на годовом окне. CAPM бета и альфа также были рассчитаны на годовом окне на дневных данных, используя

² Используемая нами выборка составляет 49% от общего количества российских фондов акций и индексных фондов и 61% от суммарного СЧА.

³ Данные взяты с сайта ЦБ: <http://www.cbr.ru/gcurve/GDB.asp>

упомянутую выше ставку ГКО-ОФЗ и дневную доходность индекса ММВБ MCFTTR, учитывающую дивидендные выплаты.

Как видно из таблицы 3, величина полных расходов пайщиков (ПРП) достаточно высока и составляет в среднем 5.13% в год. Для сравнения, в США среднее значение ПРП равно 1.53% в год⁴.

Таблица 3 – Описательная статистика

Переменная	Среднее	Медиана	Ст. откл.	5%	25%	75%	95%	N
ПРП, % в год	5.13	5.10	1.87	2.90	4.10	5.70	7.90	62
АЧ, 2016q2	46.01	51.74	27.48	3.81	19.90	63.80	90.00	62
АЧ, долг. сред., все	45.91	49.50	24.42	4.55	27.63	61.24	87.47	62
АЧ, долг. сред., активн.	55.79	57.21	17.42	27.63	42.44	64.91	89.64	48
АЧ, долг. сред., индекс.	12.02	9.15	10.27	2.84	4.55	15.88	39.82	14
СЧА, 2016q2, млн. руб.	309.75	81.57	560.71	14.63	32.64	325.06	1615.36	62
Ln(СЧА)	4.63	4.40	1.44	2.68	3.49	5.78	7.39	62
Доходность, год.	0.23	0.20	0.12	0.05	0.17	0.29	0.45	61
Приток активов, год.	-0.03	-0.10	0.40	-0.38	-0.20	0.03	0.52	61
Дамми, индек. фонд	0.23	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00	1.00	62
Коэф. Шарпа, год. окно	0.05	0.04	0.04	-0.01	0.03	0.08	0.14	59
Рыночный риск, год.	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	59
САРМ бетта, год. окно	0.60	0.61	0.17	0.35	0.43	0.78	0.82	59
САРМ альфа, год. окно	0.11	0.08	0.10	-0.05	0.06	0.17	0.33	59

Источник: рассчитано авторами.

1.2 Активность фондов и их классификация

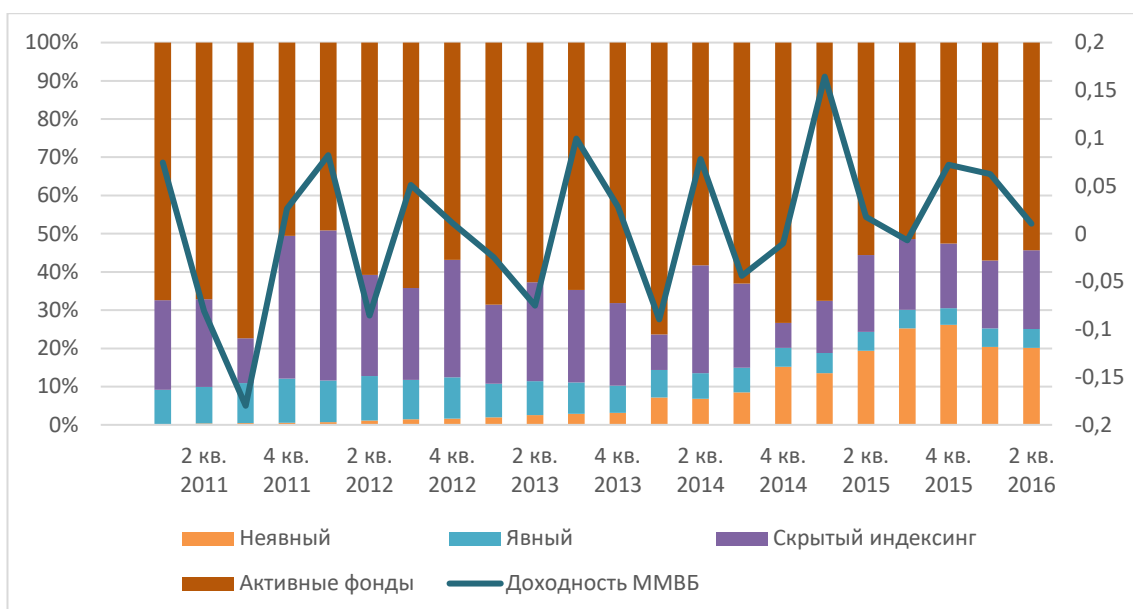
Кремерс и Петажисто [8] различает две пассивные (или индексные) стратегии фондов акций: «явное» следование индексу (Explicit indexing), зафиксированное в документах и названии, и «скрытое» следование индексу (Closet indexing), когда активно управляемый фонд в большой степени следует индексу (АЧ < 60%). Мы дополняем эту классификацию новым понятием - «неявное» следование индексу (Implicit indexing): фонд фондов, не называя себя индексным, открыто инвестирует все средства в один заранее определённый ETF. В свою очередь, практически все ETF пассивно следуют за одним из индексов [10].

⁴ Статья Корана и др. [95]

На рисунке 1 представлены относительные размеры каждой из групп фондов: явный, неявный и скрытый индексинги, а также активные фонды акций. В категорию явного индексинга попадают все индексные фонды акций, в большинстве случаев реплицирующие индексы ММВБ и РТС. Категория неявного индексинга включает все фонды фондов акций, инвестирующие в один заранее определенный западный ETF. Скрытый индексинг состоит из активных фондов акций, инвестирующих более 50% средств в акции российских эмитентов, но имеющие активную часть менее 60% (согласно [8]). Наконец, в группу активных фондов попали остальные фонды акций⁵.

В последние годы произошла, можно сказать, российская ETF аномалия (рис. 1): в период с 2014 по 2015 годы паевые фонды, инвестирующие в один, заранее определённый ETF, привлекли больше средств, чем какая-либо другая группа фондов [11]. И это, несмотря на то, что согласно опросам, инвесторы не готовы оплачивать работу инвестиционных фондов, которые не занимаются постоянным поиском наиболее перспективных акций и лучшего момента для их покупки [12]. Можно обратить внимание, что по мере развития неявного индексинга, доля явного индексинга неуклонно падала. Это говорит о том, что интерес инвесторов к зарубежным инвестициям, по всей видимости, значительно превосходит таковой в акции российских эмитентов.

⁵ Сюда вошли все фонды акций, а не только те, которые составляют нашу основную выборку.

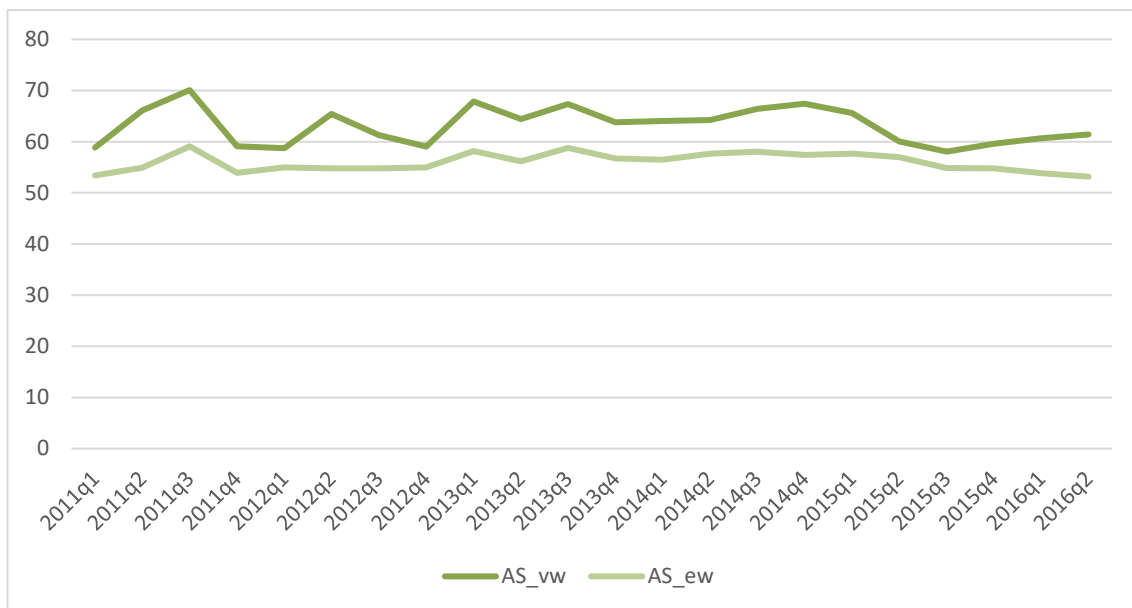


Источник: рассчитано авторами.

Рисунок 1 – Явный, неявный, скрытый индексинг и активные фонды акций в России, доля рынка по СЧА. Квартальная доходность индекса ММВБ по вспомогательной оси

До появления неявного индексинга, СЧА явных ИФ акций составляли около 10% СЧА всех российских фондов акций. По данным Кремерс и др. [7], 10% рынка и менее, явные ИФ занимают в половине западных стран, например: во всех скандинавских странах, а также в Канаде, Великобритании, Австрии, Испания и Италии. С другой стороны, в таких странах, как США, Франция, Ирландия, Бельгия такие фонды занимают более 20% рынка фондов акций. Рынок Германии находится в середине между этими двумя группами стран, а Швейцария занимает исключительное место: СЧА явных ИФ занимает почти 60% рынка фондов акций. Доли рынка фондов скрытого индексинга ($АЧ < 60\%$) не коррелируют с долями ИФ в этих странах. Например, СЧА скрытых индексных фондов от СЧА всех фондов акций составляют около 15% в США и 50% в Швеции. В основном доля таких фондов колеблется от 20% до 30%.

На протяжении рассматриваемого периода средневзвешенная величина АЧ российских активных фондов колеблется в диапазоне [57%, 71%] (рис. 2). На уровне самих фондов АЧ принимает значения в диапазоне [4%, 99%]. Таким образом, имеются как активные фонды, почти полностью отличающиеся от своего базового индекса, так и почти индексные.

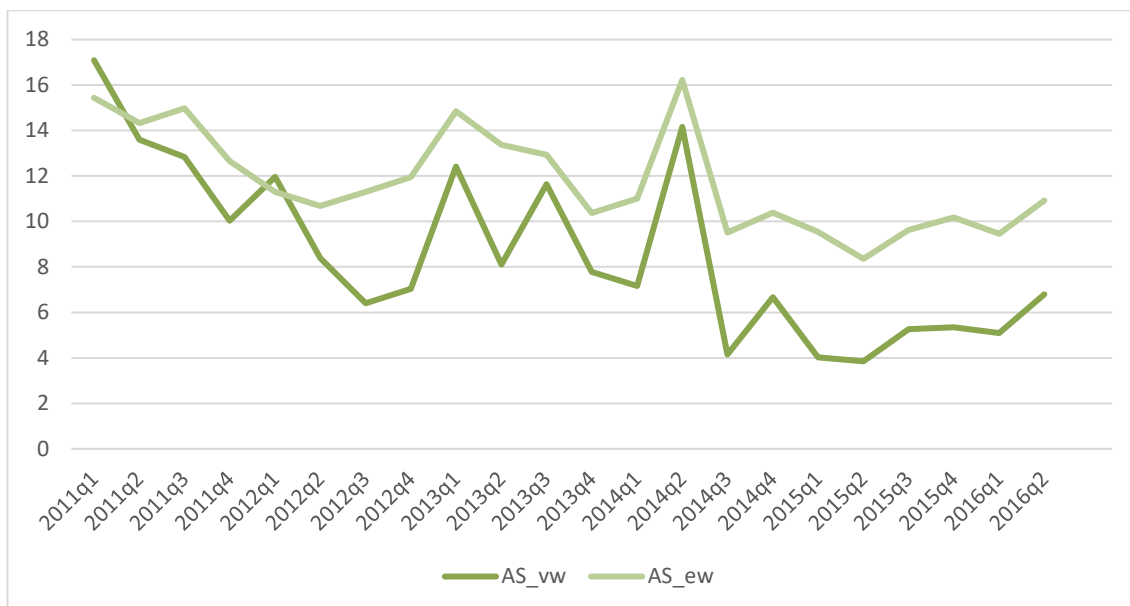


Источник: рассчитано авторами.

Рисунок 2 – «Активная часть» российских активных фондов акций.

Средневзвешенная по СЧА (AS_vw) и среднеарифметическая (AS_ew), %

Динамика активной части среднего ИФ обладает интересной особенностью. (Рисунок 3). В среднем ИФ в России отклоняется от своего базового индекса на 12%. Для сравнения, в США АЧ индексных фондов, следующих за S&P 500, в среднем равна 4% (Cremers et al. [7]).



Источник: рассчитано авторами.

Рисунок 3 – «Активная часть» российских индексных фондов (явный индексинг).
Средневзвешенная по СЧА (AS_vw) и среднеарифметическая (AS_ew), %

Столь высокое отклонение российских ИФ может объясняться несколькими причинами. Во-первых, согласно данным по структуре портфеля, на балансе индексных фондов содержатся денежные средства, вес которых может достигать до 7% от СЧА и более. Данные средства предоставляют фонду необходимую ликвидность как при обратном выкупе паев пайщиком, так и при совершении сделок на рынке. Существенную часть (до 11% и более) структуры портфеля может также составлять дебиторская задолженность профессиональных участников рынка ценных бумаг. Во-вторых, далеко не все акции, входящие в состав индекса ММВБ, являются ликвидными, что приводит к трудностям своевременной ребалансировки портфеля. Московская биржа в данный момент меняет расчет индексов ММВБ и РТС, исключая из их состава неликвидные бумаги⁶.

Несмотря на все трудности реплицирования базового индекса, корреляция дневной доходности российских индексных фондов с доходностью базового индекса составляет лишь 0.76. В таблице 3 мы приводим описательную статистику для

⁶ <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/04/06/684363-birzha-izmenit-raschet>

избыточной доходности индексных фондов. Избыточная доходность рассчитывается как разность дневных доходностей фонда и его базового индекса: MCFTR для фондов, следующих ММВБ, и MICEXPWR для фондов Электроэнергетики⁷. Несмотря на то, что средняя избыточная доходность статистически незначима, разные перцентили распределения наряду с приведенным выше коэффициентов корреляции свидетельствуют о том, что ИФ существенным образом отклоняются от базового индекса. Анализ дневных доходностей позволяет нам заглянуть в «поведение» фонда между отчетными периодами. Все платежи по инструментам портфеля автоматически реинвестируются в паи фонда, таким образом доходность паевого фонда в России может быть вычислена по динамике стоимости пая, как мы это и делаем. Однако, важно отметить, что получаемый таким образом ряд доходностей очищен от издержек УК (кроме надбавок и скидок).

Таблица 4 – Описательная статистика дневной избыточной доходности индексных фондов

Переменная	Средн.	Медиана	Ст. откл., год.	5%	25%	75%	95%	N
Избыточная доходность, %	0.0027	-0.0036	0.91	-1.35	-0.46	0.44	1.42	18887

Источник: рассчитано авторами.

1.3 Доходность, стоимость услуг и их взаимосвязь с активностью фонда

1.3.1 Активность и стоимость услуг

Далее мы исследуем взаимосвязь между активностью фонда и его конечной стоимостью для пайщика. Ниже приведен сравнительный анализ ПРП и АЧ для индексных и активных фондов. Для сравнения средних значений был использован t-test, для медиан – точный тест Фишера. АФ характеризуются более высоким уровнем комиссии по сравнению с индексными, в среднем 5.58% и 3.60% соответственно. Как и следовало ожидать, АФ более активны по сравнению с ИФ, 56% и 12% соответственно.

⁷ Индекс MCFTR учитывает дивидендные выплаты, MICEXPWR – нет.

Таблица 5 – Сравнительный анализ активных и индексных фондов по размеру комиссий и активной части

	Сравнение ПРП			Сравнение АЧ		
	Среднее, % в год	Медина, % в год	N	Среднее	Медина	N
Активные	5.58	5.20	48	55.79	57.21	48
Пассивные	3.60	3.35	14	12.02	9.15	14
P-value	0.00	0.04		0.00	0.00	

Источник: рассчитано авторами.

Чрезмерная дороговизна российских индексных фондов – насущный вопрос для развития пассивного управления в России. Для сравнения, в США, где пассивное управление активно популяризуется, средняя годовая комиссия индексных фондов составляет всего 0.6% в год, а средневзвешенная 0,11%. Интересно, что представители российской индустрии паевых фондов сами признают чрезмерную дороговизну российских ИФ.

В таблице 6 представлены результаты регрессионного анализа, в рамках которого мы выделяем активные и ИФ. Оцениваемая регрессия:

$$\text{ПРП}_i = \theta + X_i\beta + \varepsilon_i \quad (3)$$

где i – индекс фонда, X_i – набор независимых переменных, включающих в себя: исторически среднюю АЧ, индекс дамми, их интеракцию, $\ln(\text{СЧА})$, годовую доходность, рыночный риск, CAPM альфу, коэффициент Шарпа и годовой приток активов. Все используемые данные взяты на конец 2 квартала 2016 года. Зависимой переменной является ПРП. В каждую из представленных выше спецификаций мы добавили дамми-переменную индексного фонда, а также ее интеракцию с переменной АЧ. Используются робастные стандартные ошибки.

Таблица 6 – Линейный регрессионный анализ размера комиссионных платежей. Выявление различий между индексными и активными фондами. Робастные t-статистики в скобках

Таблица А					
Переменные	(1) ПРП	(2) ПРП	(3) ПРП	(4) ПРП	(5) ПРП
АЧ, долг. Среднее	0.011 (1.23)	0.033*** (3.01)	0.019 (1.42)	0.029** (2.45)	0.031** (2.46)
АЧ * Индекс	-0.038 (-1.17)	-0.047* (-1.86)	-0.044* (-1.77)	-0.049* (-2.00)	-0.054** (-2.21)
Индекс_дамми	-1.069 (-1.45)	-0.241 (-0.35)	-0.436 (-0.62)	-0.334 (-0.48)	-0.232 (-0.33)
Ln(СЧА)		-0.476*** (-3.31)	-0.387*** (-3.18)	-0.463*** (-3.08)	-0.485*** (-3.06)
Доходность, год.		-3.339** (-2.08)	-1.574 (-1.02)		
Рыночный риск, год.			-278.2 (-1.04)		
САРМ альфа, год.				-2.688 (-1.38)	
Коэф. Шарпа					-7.632 (-1.44)
Приток активов		0.016 (0.02)	-0.326 (-0.55)	-0.139 (-0.22)	-0.079 (-0.12)
Станд. ошибки	Робаст.	Робаст.	Робаст.	Робаст.	Робаст.
Constant	4.992*** (10.01)	6.778*** (7.85)	9.237*** (3.00)	6.333*** (8.14)	6.527*** (7.94)
Observations	62	60	58	58	58
R-squared	0.21	0.35	0.34	0.33	0.33
Таблица Б					
Тест					
АЧ + АЧ * Индекс	-0.027	-0.014	-0.025	-0.021	-0.023
P-value (=0)	0.39	0.60	0.33	0.42	0.35

Источник: рассчитано авторами.

Как видно из полученных результатов, размер величины активности положительно коррелирует с размером ПРП для активных фондов. Увеличение

размера активной части на 1 стандартное отклонение приводит к увеличению комиссии на 43% своего стандартного отклонения (спецификация 2). Результаты не выявили значимой корреляции между АЧ и ПРП для индексных фондов, однако тренд между АЧ и ПРП статистически значимо отличается между активными и индексными фондами.

Данные результаты свидетельствуют о том, что в случае с активными фондами, усилия и старания портфельных менеджеров вознаграждаются рынком в виде более высоких комиссий. Однако данное утверждение верно только для активных фондов. В случае с пассивными фондами, какова бы не была причина их отклонения от базового индекса, величина этого отклонения не коррелирует с комиссионными издержками.

Стоит отметить также отрицательную корреляцию размера фонда и его комиссии, что полностью согласуется с существующей иностранной литературой [6], однако идет в разрез с литературой по России [9]. Отрицательная связь между размером фонда и его издержками можно интерпретировать как наличие в российской индустрии экономии от масштаба.

1.3.2 Активность и доходность

На конкурентном рынке более высокий профессионализм управляющих должен приводить к более высокой стоимости их услуг [3,4]. Ранее мы показали, что усилия менеджеров повышают стоимость услуг для конечного потребителя. Далее мы исследуем взаимосвязь между усилиями менеджеров и их конечном результате – доходности.

В качестве меры доходности мы используем однофакторную CAPM альфу, рассчитанную для каждого фонда на дневных данных на годовом движущемся окне. В качестве рыночного индекса используется индекс MCFTR, учитывающий дивидендную доходность акций. В качестве безрисковой ставки вновь используется бескупонная ставка ГКО-ОФЗ со сроком погашения 1 год. Рассчитанные из регрессионного анализа альфы приводятся к годовому выражению. Помимо этого, мы строим панельную базу данных в период с 2011 по середину 2016 года по рассматриваемым нами фондам. Квартальная база данных включает: 1-ф. альфу, АЧ, СЧА, ПРП и годовой приток чистых активов. Ввиду того, что мы не располагаем

квартальными данными по ПРП, мы воспользовались данными по комиссиям за 2 квартал 2016 года и растянули его на всю историю фонда. Все переменные были очищены от очевидных выбросов. Описательная статистика приведена в таблице 7.

Таблица 7 – Описательная статистика переменных, использованных в анализе доходности

Переменная	Средн.	Мед.	Ст. откл., год.	5%	25%	75%	95%	N
Альфа, год., все	-0.032	-0.018	0.143	-0.287	-0.095	0.054	0.165	1190
Альфа, год., активн.	-0.034	-0.023	0.152	-0.305	-0.115	0.063	0.183	893
Альфа, год., индекс.	-0.028	-0.004	0.116	-0.266	-0.061	0.040	0.089	297
Индекс дамми	0.250	0	0.433	0	0	0	1	1190
АЧ	44.207	45.980	26.896	2.530	19.130	64.470	89.240	1183
Ln(СЧА)	4.609	4.364	1.430	2.667	3.516	5.533	7.489	1190
ПРП, 2016q2	5.118	5.100	1.882	2.500	4.100	5.700	7.900	1190
Приток активов, год.	-0.083	-0.123	0.299	-0.439	-0.233	-0.009	0.437	1190

Источник: рассчитано авторами.

Используя построенную панельную квартальную базу данных, мы оцениваем линейную регрессию, в которой зависимой переменной является CAPM альфа:

$$alpha_{i,t} = \theta_j + X_{i,t}\beta + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

где i – индекс фонда, t – квартал, θ_j – фиксированные эффекты, $X_{i,t}$ – набор независимых переменных, включающих в себя: АЧ, индекс дамми, их интеракцию, Ln(СЧА), ПРП и годовой приток активов. Интересующими нас независимыми переменными выступают: АЧ, индекс дамми и их интеракция. Результаты оценки приведены в таблице 8. Каждой спецификации характерен свой набор фиксированных эффектов. Стандартные ошибки робастные во всех спецификациях.

Как видно из результатов, независимо от спецификации коэффициент при переменной АЧ отрицателен и значим. Увеличение АЧ на 1 стандартное отклонение приводит к уменьшению доходности на 11% стандартного отклонения альфы при прочих равных (спецификация 1-3). Таким образом, чем активнее менеджеры активных фондов, тем хуже скорректированная на систематический риск доходность фондов. Этот результат свидетельствует о том, что усилия портфельных менеджеров,

характеризуемые степенью их активности относительно базового индекса, лишь ухудшают положение пайщиков. Наряду с тем, что бóльшая активность сопровождается бóльшей стоимостью услуг, данный результат выглядит еще более удручающим для инвесторов. Здесь важно отметить, что при выявлении взаимосвязи между доходностью и степенью активности во всех спецификациях мы контролируем на величину издержек.

Активность индексных фондов еще более негативным образом сказывается на их доходности (Таблица 8Б). Увеличение АЧ среднего индексного фонда на 1 стандартное отклонение приводит к падению доходности на 86% своего стандартного отклонения (спецификация 3).

Таблица 8 – Линейный регрессионный анализ размера комиссионных платежей. Выявление различий между индексными и активными фондами. Робастные t-статистики в скобках

Таблица А					
Переменные	(1) Альфа	(2) Альфа	(3) Альфа	(4) Альфа	(5) Альфа
АЧ	-0.0006** (-2.54)	-0.0006*** (-2.84)	-0.0006*** (-2.83)	-0.0013*** (-3.16)	-0.0012** (-2.66)
АЧ * Индекс	-0.0044*** (-4.23)	-0.0039*** (-3.84)	-0.0041*** (-4.34)	-0.0000 (-0.02)	-0.0004 (-0.36)
Индекс_дамми	0.0323* (1.94)	0.0311** (2.09)	0.0351** (2.50)		
Ln(СЧА)	0.0009 (0.27)	0.0035 (1.23)	0.0030 (1.14)	0.0198 (1.06)	0.0094 (0.52)
ПРП, 2016q2	0.0018 (0.71)	0.0028 (1.29)	0.0026 (1.23)		
Приток активов	-0.0264** (-2.22)	-0.0292*** (-2.61)	-0.0214** (-1.97)	-0.0054 (-0.29)	0.0086 (0.44)
Фикс. эффекты	Нет	Год	Квартал	Год, фонд	Кварт., фонд
Станд. ошибки	Робаст.	Робаст.	Робаст.	Робаст.	Робаст.
Constant	-0.0149 (-0.60)	-0.0714*** (-2.88)	0.0074 (0.32)	-0.1140 (-1.29)	0.0073 (0.08)
Observations	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
R-squared	0.06	0.27	0.37	0.34	0.47
Кол-во фондов				59	59
Таблица Б					
Тест					
АЧ + АЧ * Индекс	-0.0050	-0.0045	-0.0046	-0.0013	-0.0016
P-value (=0)	0.00	0.00	0.00	0.15	0.10

Источник: рассчитано авторами.

1.4 Рекомендации для участников российской индустрии паевых фондов

В данной работе мы исследуем активность российских паевых фондов, инвестирующих преимущественно в акции российских эмитентов. Анализируя состав портфеля, мы строим меру активности фонда, как отклонение портфеля от базового индекса, по методологии Cremers and Petajisto [8]. Рассматриваются активные и индексные ПИФы акций.

Согласно полученным результатам, величина активности активных фонда положительно коррелирует с величиной комиссии, которую платит пайщик. Для индексных фондов такой взаимосвязи не выявлено. В тоже время, активность активных фондов отрицательно сказывается на чистой доходности этих фондов. Однофакторная CAPM альфа отрицательно коррелирует с мерой активности фонда, несмотря на контроль на величину издержек.

ИФ отклоняются в среднем на 12% от своего базового индекса на момент отчетности. Анализ дневной доходности в период между публикациями состава портфеля свидетельствует о том, российские ИФ могут существенно отклоняться от базового индекса. Как минимум частично, это можно объяснить трудностью реплицирования базового индекса ввиду низкой ликвидности входящих в него инструментов. Также многие фонды держат на своем счету денежные средства, что также приводит к отклонению от базового индекса. Вопрос об умышленном отклонении индексных фондов остается открытым. Однако, какова бы ни была причина отклонения, проведенный регрессионный анализ свидетельствует о том, что более высокое отклонение индексных фондов ассоциировано с более низкой чистой доходностью.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что активность российских паевых фондов на внутреннем рынке дорого обходится пайщикам. Как с точки зрения комиссионных платежей, так и чистой доходности. Данный результат противоречит выводам работы Cremers and Petajisto [8], в которой авторы показали, что для столь конкурентной среды, как США, активность фондов ассоциирована с более высокой чистой доходностью и комиссиями. Для России старания менеджеров приводят к более худшим результатам. Более низкие по качеству продукты продаются дороже. Это свидетельствует о неразвитости рынка и, как следствие, низкой конкуренции.

Следует либо развивать международные продукты (что мы, собственно, и наблюдаем), либо сосредоточиться на пассивном инвестировании в российские акции.

Дополнительным признаком слабой конкуренции на рынке ПИФов является тот факт, что существенная доля средств инвесторов находится под управлением дорогих с точки зрения комиссий фондов фондов, которые инвестируют только в один заранее определённый биржевой фонд (ETF), т.е. в индексный фонд. Инвестирование в подобные фонды обходится пайщикам крайне дорого (Ведомости⁸; [11]). К примеру, фонд фондов Сбербанк Америка, инвестирующий 100% активов в SPDR S&P 500 ETF Trust с комиссией 0.09% годовых, просит 2% годовых в качестве вознаграждения УК и 0.5% - как вознаграждение депозитария и прочее. Следует так же учесть надбавки и скидки, размер которых варьируется в зависимости от суммы и срока инвестирования. В среднем инвесторы теряют до 36% доходности на 10-ти летнем горизонте инвестирования в случае, если инвестируют в зарубежные ETF через российские фонды фондов, а не напрямую [11].

Российский инвестор может самостоятельно инвестировать в зарубежные ETF. Однако, согласно российскому законодательству, ему для этого следует получить статус квалифицированного инвестора. Для этого необходимо соответствовать одному из нескольких критериев, включающих наличие экономического образования и денежных средств в размере не менее 6 млн. рублей (с апреля 2015)⁹. В случае, если статус квалифицированного инвестора получить не удалось, то российские брокерские компании по-прежнему могут предоставить доступ к ETF, но только через свои иностранные представительства. В этом случае, инвестору придется самостоятельно отчитываться в налоговой о своих зарубежных инвестициях. Неквалифицированный инвестор может также инвестировать в FinEx ETF, торгующиеся на московской бирже зарубежные ETF фонды с относительно низкими комиссиями, однако их ликвидность на рынке остается низкой.

Очевидно, что ценовая конкуренция не совсем возможна на рынках, где клиенты слабо понимают, какой сервис им продают. Согласно опросу инвесторов паевых

⁸ https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/06/07/zarubezhnaya_nedvizhimost_rossijskih_pajschikov

⁹ Более подробно можно найти на <http://www.consultant.ru>

фондов США, менее 17% инвесторов осознают, что более высокие комиссионные платежи ведут к более низкой доходности пайщика [13]. Согласно тому же опросу, менее 20% инвесторов знают величину комиссий, которую они платят. Здесь важно подчеркнуть, что это результаты опроса инвесторов на столь развитом американском рынке.

В российских реалиях большая часть людей даже с высоким уровнем финансовой грамотности не понимают, что ИФ не предполагают управления в смысле, который употребляется в активных фондах, т.е. ИФ не продают сервис управления с целью достижения максимальной доходности [12]. Во время проведенного эксперимента среди финансово грамотных испытуемых была создана максимально благоприятная среда для принятия правильных решений. Одной из важных причин такого явления автор считает предрасположенность людей к категоризации: люди смешивают все фонды в одну категорию, основным признаком которой является стремление получить максимальную доходность. Возможно, именно этим и пользуются маркетологи российских фондов, предлагая пассивные продукты практически по цене активных.

Инвестирование в АФ создает для неквалифицированного инвестора еще больше трудностей. Во-первых, возникает проблема выбора инвестиционной стратегии и, соответственно, фонда. Без финансового образования осознанный выбор инвестором стратегии может быть крайне затруднителен. Во-вторых, даже на развитых рынках АФ в среднем проигрывают пассивным [5,4]. Наконец, в-третьих, активное управление зачастую сопровождается неэтичным поведением портфельных менеджеров и управляющей компании [14].

В связи с приведенными выше причинами, мы считаем, что развитие пассивных фондов является крайне важным для привлечения самой массовой категории инвесторов – неквалифицированных инвесторов¹⁰, и предлагаем регулятору действовать в двух направлениях: анализ и мониторинг стоимости услуг пассивных

¹⁰ См. статью в газете Ведомости от 13.07.17 «Важность пассивной стратегии».

фондов, и, меры, направленные на повышение понимания сути пассивных продуктов массовым инвестором.

Для реализации первого направления мы предлагаем регулятору провести анализ ценообразования явных и неявных индексных фондов. Сюда относятся как ИФ, так и фонды фондов.

Для реализации второго направления мы предлагаем мероприятия по минимизации ассоциативных связей пассивных фондов с активными. Например, мы предлагаем перестать разрешать ИФ называться фондами: слово «фонд» вызывает ассоциацию активного управления, а не пассивного следования индексу. Одним из более приемлемых названий продукта могло бы стать «сервис по инвестированию в индекс». Соответственно, платой за этот сервис нельзя называть «вознаграждение управляющему», иначе большинство людей будут продолжать считать, что один управляющий индексного фонда может существенно обыграть другого, что действительно для активных фондов. Более того, мы предлагаем предписать составлять материалы об «истории успеха» активного фонда таким образом, чтобы на первом месте была видна не абсолютная доходность, а доходность относительно бенчмарка - индекса (подробнее в [12]). Возможно, что положительного эффекта можно уже добиться, если, ввести хотя бы, правило, аналогичное с американским - об обязательном указании фондом индекса, который тот стремится обогнать, т.е. за какую именно услугу он берет вознаграждение. В США, с 1998 года, каждый активный фонд обязан указывать индекс, который они стремятся обогнать. Даже если, некоторые фонды пытаются манипулировать, указывая другие индексы, чтобы увеличить потенциал своей избыточной доходности, демонстрация того, что активный фонд призван обгонять один из индексов, увеличит количество инвесторов, которые сравнивают доходность отдельных фондов с доходностью соответствующего индексного фонда, а не с доходностью депозита [12].

1.5 Выводы

Результаты нашего исследования говорят о том, что активное управление в России имеет явные проблемы. Оно страдает от низкой доходности и высоких комиссионных платежей, что делает их непривлекательным объектом для инвестирования. На фоне проблем активного управления в последние годы активно

развивается пассивное управление. Во многом это происходит за счет фондов, объектом инвестиций которых являются заранее определенные зарубежные ETF. Как индексные фонды российских акций, так и эти фонды фондов характеризуются крайне высокими комиссиями за свои услуги. Общая финансовая неграмотность, отсутствие культуры инвестирования наряду со слабой конкуренцией и ограниченным эффектом масштаба (слабо развитым рынком ПИФов) создает все предпосылки для завышения цен на пассивные продукты.

Мы выделяем ряд мер для регулирующих органов, направленных на популяризацию и удешевление пассивного управления в России. Развитие дешевого пассивного управления поможет привлечь массового неквалифицированного инвестора, а также оказать ценовое и конкурентное давление на активные фонды. Учитывая, что в настоящее время большая часть владельцев депозитов всё ещё не может привыкнуть к установившемуся, сравнительно недавно, низкому уровню ставок, у индустрии фондов есть исторический шанс попытаться привлечь часть этих денег.

1.6 Дополнительные результаты

Таблица 9 – Описательная статистика меры активности фондов по кварталам. Все фонды

date_q	mean	p50	sd	p5	p25	p75	p95	N
2008q3	36.9	36.9	12.7	27.9	27.9	45.9	45.9	2
2008q4	30.8	30.8	4.2	27.8	27.8	33.7	33.7	2
2009q1	20.2	20.2	9.1	13.8	13.8	26.6	26.6	2
2009q2	25.1	25.1	0.3	24.9	24.9	25.4	25.4	2
2009q3	30.4	30.4	0.2	30.3	30.3	30.6	30.6	2
2009q4	48.7	35.7	28.7	28.8	28.8	81.5	81.5	3
2010q1	52.5	47.2	26.0	29.6	29.6	80.8	80.8	3
2010q2	44.7	26.7	35.4	22.1	22.1	85.5	85.5	3
2010q3	44.8	22.9	39.7	20.8	20.8	90.6	90.6	3
2010q4	51.0	47.9	21.7	16.9	36.7	64.1	91.2	51
2011q1	44.7	45.6	25.2	3.3	25.9	63.8	89.6	61
2011q2	45.3	46.6	26.0	1.6	23.6	64.0	88.4	60
2011q3	48.8	51.1	25.9	2.7	32.5	69.2	85.5	61
2011q4	44.8	45.9	25.8	1.5	24.4	57.7	86.6	63
2012q1	45.0	49.6	26.4	2.4	31.5	59.1	90.8	63
2012q2	44.5	44.2	27.9	2.1	23.2	61.1	90.8	62
2012q3	44.8	44.1	26.1	1.8	26.5	61.2	89.8	63
2012q4	45.0	48.1	25.4	3.4	24.8	61.3	83.7	62
2013q1	48.0	48.9	27.4	8.3	21.7	69.4	89.2	62
2013q2	46.1	49.4	26.8	3.3	23.6	67.9	90.3	62
2013q3	48.2	48.4	26.6	2.9	27.4	69.1	89.7	63
2013q4	46.4	45.6	27.2	4.0	26.5	66.0	88.8	61
2014q1	46.1	46.5	26.3	6.2	21.5	65.3	87.3	62
2014q2	48.5	47.7	27.0	4.9	25.7	67.8	87.5	63
2014q3	47.4	51.4	26.7	3.5	20.5	65.9	88.0	63
2014q4	46.2	48.4	27.5	4.5	20.8	68.4	87.3	62
2015q1	46.4	49.6	27.9	3.3	19.8	67.7	89.8	62
2015q2	45.6	48.1	28.3	2.1	18.0	66.8	90.3	62
2015q3	44.1	46.9	26.4	3.1	18.1	62.8	87.9	61
2015q4	44.4	44.4	26.5	3.8	19.5	66.2	88.3	62
2016q1	43.5	44.0	26.1	2.5	20.6	63.6	88.5	62
2016q2	43.5	45.2	25.8	4.1	19.8	57.0	86.5	61
2016q3	41.0	41.2	7.5	31.7	36.1	46.0	50.0	4
2016q4	40.5	39.5	7.0	33.2	35.3	45.6	49.7	4
Total	45.8	46.8	26.2	3.1	24.7	64.8	89.5	1444

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 10 – Описательная статистика меры активности фондов по кварталам.

Индексные фонды

date_q	mean	p50	sd	p5	p25	p75	p95	N
2010q4	28.66	19.15	22.25	12.76	14.75	35.08	71.05	6
2011q1	15.43	11.05	17.49	2.81	3.31	20.26	67.90	14
2011q2	14.33	9.91	17.46	0.52	1.93	14.87	65.22	14
2011q3	14.97	9.78	17.63	0.00	2.69	21.39	64.55	14
2011q4	12.65	12.31	14.47	0.60	1.45	15.09	55.89	14
2012q1	11.30	4.95	15.43	1.08	2.41	13.14	56.97	14
2012q2	10.69	4.15	15.12	0.81	2.09	12.19	56.73	14
2012q3	11.31	7.06	15.39	0.44	1.76	12.10	57.26	14
2012q4	11.95	8.03	15.40	1.10	3.36	10.52	58.00	14
2013q1	14.85	10.58	15.97	1.06	8.32	13.40	63.15	14
2013q2	13.38	12.40	10.98	0.62	3.26	16.95	37.69	14
2013q3	12.93	11.95	9.82	0.36	2.90	18.92	29.07	14
2013q4	10.37	10.24	8.10	0.00	4.00	13.94	28.45	13
2014q1	11.00	10.80	6.53	1.02	6.16	15.35	21.51	14
2014q2	16.23	9.37	23.43	1.49	4.89	19.32	93.56	14
2014q3	9.52	9.29	6.82	1.09	3.50	16.05	20.36	14
2014q4	10.38	9.22	6.17	1.78	4.51	15.18	20.79	14
2015q1	9.55	8.87	6.58	0.85	3.26	15.69	19.81	14
2015q2	8.36	6.57	6.47	0.66	2.07	15.82	17.96	14
2015q3	9.63	9.81	6.35	0.88	3.07	15.85	18.10	14
2015q4	10.18	10.16	7.51	1.59	3.83	15.71	27.53	14
2016q1	9.46	9.35	6.78	1.64	2.53	15.82	22.20	14
2016q2	10.92	11.69	6.28	1.92	6.10	15.40	22.55	14
Total	12.12	9.81	12.88	1.02	3.31	15.69	34.22	313

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 11 – Описательная статистика меры активности фондов по кварталам.

Активные фонды

date_q	mean	p50	sd	p5	p25	p75	p95	N
2008q3	36.88	36.88	12.73	27.88	27.88	45.89	45.89	2
2008q4	30.78	30.78	4.20	27.81	27.81	33.75	33.75	2
2009q1	20.18	20.18	9.07	13.77	13.77	26.60	26.60	2
2009q2	25.11	25.11	0.35	24.87	24.87	25.36	25.36	2
2009q3	30.41	30.41	0.20	30.27	30.27	30.55	30.55	2
2009q4	48.66	35.66	28.68	28.79	28.79	81.54	81.54	3
2010q1	52.53	47.23	26.00	29.59	29.59	80.77	80.77	3
2010q2	44.74	26.65	35.35	22.09	22.09	85.48	85.48	3
2010q3	44.76	22.90	39.68	20.83	20.83	90.56	90.56	3
2010q4	54.20	49.94	20.25	20.72	40.25	64.43	91.22	44
2011q1	53.43	49.31	20.34	21.39	40.98	66.99	90.88	46
2011q2	54.90	55.62	20.48	19.43	40.12	65.86	88.69	45

Продолжение таблицы 11

date_q	mean	p50	sd	p5	p25	p75	p95	N
2011q3	59.09	57.26	18.37	28.90	44.54	70.68	90.11	46
2011q4	53.91	50.67	20.69	20.48	41.09	66.88	90.01	48
2012q1	54.97	54.35	20.37	22.85	41.44	64.41	93.00	48
2012q2	54.79	55.41	22.50	21.59	37.87	70.33	92.82	47
2012q3	54.76	56.51	19.94	25.82	40.59	64.68	90.71	48
2012q4	54.97	55.85	18.85	22.97	43.37	63.58	84.85	47
2013q1	58.18	61.07	21.85	20.28	41.49	74.14	90.74	47
2013q2	56.13	52.96	22.02	18.93	42.89	73.42	91.17	47
2013q3	58.79	58.71	20.32	25.23	44.53	72.97	90.82	48
2013q4	56.75	58.02	21.58	24.57	40.48	70.43	89.52	47
2014q1	56.49	56.09	20.43	26.29	41.26	71.68	88.64	47
2014q2	57.65	54.92	20.25	25.74	45.35	71.57	87.51	48
2014q3	58.05	58.48	19.38	24.78	45.93	69.95	89.48	48
2014q4	57.40	59.42	21.37	23.22	43.12	72.60	89.56	47
2015q1	57.69	56.27	21.69	22.32	42.76	72.38	90.76	47
2015q2	56.98	59.41	22.24	20.57	39.83	69.53	91.91	47
2015q3	54.85	54.40	20.59	20.90	40.99	68.58	88.37	46
2015q4	54.79	55.26	21.11	19.46	39.90	70.15	88.45	47
2016q1	53.83	52.21	20.61	20.59	40.47	68.81	90.33	47
2016q2	53.16	52.90	20.87	19.80	40.43	64.96	91.61	47
2016q3	41.03	41.20	7.51	31.71	36.07	46.00	50.04	4
2016q4	40.46	39.45	7.04	33.25	35.29	45.64	49.71	4
Total	55.47	54.81	20.74	20.83	41.40	69.53	90.56	1109

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 12 – Регрессионный анализ доходности

VARIABLES	(1) alpha_1f_div_y	(2) alpha_1f_div_y	(3) alpha_1f_div_y	(4) alpha_1f_div_y	(5) alpha_1f_div_y
index_fund	0.0304* (1.825)	0.0282* (1.873)	0.0325** (2.289)		
AS	-0.000623** (-2.494)	-0.000562*** (-2.718)	-0.000519*** (-2.708)	-0.00133*** (-3.164)	-0.00119** (-2.657)
AS_x_index	-0.00443*** (-4.321)	-0.00399*** (-3.957)	-0.00419*** (-4.464)	-1.64e-05 (-0.0161)	-0.000374 (-0.361)
ln_tna	7.89e-05 (0.0262)	0.00220 (0.817)	0.00179 (0.728)	0.0198 (1.060)	0.00941 (0.516)
inflow_y	-0.0262** (-2.206)	-0.0292*** (-2.606)	-0.0214** (-1.966)	-0.00541 (-0.293)	0.00862 (0.441)
Constant	-0.00261 (-0.139)	-0.0513*** (-2.582)	0.0259 (1.314)	-0.114 (-1.288)	0.00729 (0.0829)
FE	No	Year	Quarter	Year, fund	Quarter, fund

Продолжение таблицы 12

VARIABLES	(1) alpha_1f_div_y	(2) alpha_1f_div_y	(3) alpha_1f_div_y	(4) alpha_1f_div_y	(5) alpha_1f_div_y
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
R-squared	0.054	0.268	0.365	0.340	0.471
Number of fund_id				59	59
Test					
AS+AS_x_index	-0.0050572	-0.0045557	-0.0047115	-0.0013485	-0.0015639
P-value (=0)	0.00	0.00	0.00	0.146	0.096

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 13 – Регрессионный анализ доходности

VARIABLES	(1) alpha_1f_div_y	(2) alpha_1f_div_y	(3) alpha_1f_div_y	(4) alpha_1f_div_y	(5) alpha_1f_div_y
index_fund	0.0323* (1.944)	0.0311** (2.085)	0.0351** (2.498)		
AS	-0.000648** (-2.540)	-0.000602*** (-2.841)	-0.000555*** (-2.831)	-0.00133*** (-3.164)	-0.00119** (-2.657)
AS_x_index	-0.00437*** (-4.228)	-0.00388*** (-3.838)	-0.00409*** (-4.344)	-1.64e-05 (-0.0161)	-0.000374 (-0.361)
ln_tna	0.000863 (0.269)	0.00347 (1.225)	0.00295 (1.139)	0.0198 (1.060)	0.00941 (0.516)
TSC_2016q2	0.00178 (0.713)	0.00280 (1.286)	0.00255 (1.230)		
inflow_y	-0.0264** (-2.220)	-0.0292*** (-2.612)	-0.0214** (-1.970)	-0.00541 (-0.293)	0.00862 (0.441)
Constant	-0.0149 (-0.595)	-0.0714*** (-2.879)	0.00740 (0.315)	-0.114 (-1.288)	0.00729 (0.0829)
FE	No	Year	Quarter	Year, fund	Quarter, fund
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
R-squared	0.055	0.269	0.366	0.340	0.471
Number of fund_id				59	59
Test					
AS+AS_x_index	-0.0050146	-0.0044866	-0.0046483	-0.0013485	-0.0015639
P-value (=0)	0.00	0.00	0.00	0.146	0.096

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 14 – Регрессионный анализ 1ф беты

VARIABLES	(1) beta_1f_q	(2) beta_1f_q	(3) beta_1f_q	(4) beta_1f_q	(5) beta_1f_q	(6) beta_1f_q	(7) beta_1f_q
index_fund	-0.0523* (-1.853)	-0.0591** (-2.370)	-0.0574*** (-2.862)	-0.0590** (-2.370)	-0.0387 (-1.150)		
AS	-0.00319*** (-7.418)	-0.00337*** (-8.417)	-0.00335*** (-10.16)	-0.00337*** (-8.423)	-0.00340*** (-8.399)	-0.00298*** (-3.748)	-0.00296*** (-3.640)
AS_x_index	0.00338*** (4.760)	0.00315*** (5.315)	0.00349*** (6.930)	0.00315*** (5.313)	0.00302*** (5.393)	0.00311*** (3.432)	0.00362*** (3.554)
log_tna	-0.00177 (-0.290)	3.23e-06 (0.000556)	-0.000221 (-0.0448)	3.95e-05 (0.00680)	-0.0105 (-0.905)	0.000272 (0.0118)	-0.00311 (-0.137)
inflow_q	0.0220 (0.471)	-0.00413 (-0.0851)	0.00839 (0.189)		-0.00200 (-0.0410)	0.00138 (0.0241)	0.00810 (0.161)
log_tna_sq					0.000914 (0.854)		
Constant	0.768*** (18.60)	0.795*** (19.36)	0.587*** (16.47)	0.795*** (19.38)	0.825*** (17.85)	0.757*** (5.098)	0.759*** (4.942)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year	Year, fund	Quarter, fund
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	473	473	473	473	473	473	473
R-squared	0.261	0.405	0.599	0.405	0.405	0.265	0.573
Number of fund_id						26	26
Test							
AS+AS_x_index	0.0001897	-0.0002187	0.0001367	-0.000217	-0.000376	0.0001298	0.0006602
P-value (=0)	0.7321	0.6036	0.7117	0.6078	0.3305	0.8163	0.3662

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 15 – Регрессионный анализ 1ф беты

VARIABLES	(1) beta_1f_q	(2) beta_1f_q	(3) beta_1f_q	(4) beta_1f_q	(5) beta_1f_q	(6) beta_1f_q	(7) beta_1f_q
index_fund	0.144*** (10.66)	0.141*** (12.54)	0.141*** (16.36)	0.141*** (12.57)	0.131*** (4.639)		
log_tna	-0.00734 (-1.135)	-0.00578 (-0.937)	-0.00596 (-1.093)	-0.00588 (-0.951)	-0.00111 (-0.0944)	-0.00122 (-0.0523)	-0.00419 (-0.177)
inflow_q	0.0468 (0.955)	0.0111 (0.209)	0.0254 (0.503)		0.0101 (0.188)	0.00733 (0.128)	0.0167 (0.320)
log_tna_sq					-0.000408 (-0.377)		
Constant	0.610*** (15.90)	0.753*** (17.36)	0.833*** (14.01)	0.754*** (17.42)	0.741*** (16.13)	0.627*** (4.606)	0.852*** (5.778)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year	Year, fund	Quarter, fund

Продолжение таблицы 15

VARIABLES	(1) beta_1f_q	(2) beta_1f_q	(3) beta_1f_q	(4) beta_1f_q	(5) beta_1f_q	(6) beta_1f_q	(7) beta_1f_q
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	477	477	477	477	477	477	477
R-squared	0.182	0.325	0.517	0.325	0.326	0.233	0.538
Number of fund_id						27	27

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 16 – Регрессионный анализ меры доходности Шарпа

VARIABLES	(1) sharp_ratio	(2) sharp_ratio	(3) sharp_ratio	(4) sharp_ratio	(5) sharp_ratio
index_fund	0.0116 (0.211)	0.0230 (0.469)	0.00776 (0.285)	0.0255 (0.519)	0.00601 (0.0876)
AS	-0.00162* (-1.912)	-0.00157** (-2.043)	-0.00165*** (-3.412)	-0.00153** (-1.996)	-0.00155** (-1.997)
AS_x_index	0.00219 (1.550)	0.00187 (1.534)	0.00202*** (3.126)	0.00189 (1.531)	0.00198 (1.645)
log_tna	0.00587 (0.515)	0.00385 (0.366)	0.00569 (0.983)	0.00497 (0.476)	0.0126 (0.494)
inflow_q	0.0121 (0.137)	-0.128 (-1.487)	0.00997 (0.222)		-0.130 (-1.494)
log_tna_sq					-0.000758 (-0.348)
Constant	-0.791*** (-10.29)	-0.819*** (-10.41)	-0.933*** (-15.90)	-0.831*** (-10.76)	-0.844*** (-8.485)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	473	473	473	473	473
R-squared	0.042	0.211	0.766	0.208	0.211
Number of fund_id					
Test					
AS+AS_x_index	0.000574	0.0002994	0.0003677	0.000352	0.0004326
P-value (=0)	0.6068	0.7535	0.37	0.7162	0.6507

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 17 – Регрессионный анализ меры доходности Шарпа

VARIABLES	(1) sharp_ratio	(2) sharp_ratio	(3) sharp_ratio	(4) sharp_ratio	(5) sharp_ratio
index_fund	0.0899*** (3.464)	0.101*** (4.369)	0.108*** (10.39)	0.102*** (4.408)	0.0580 (1.010)
log_tna	0.00447 (0.402)	0.00248 (0.239)	0.00255 (0.441)	0.00316 (0.308)	0.0237 (0.923)
inflow_q	0.0427 (0.472)	-0.0786 (-0.894)	0.0130 (0.278)		-0.0844 (-0.947)
log_tna_sq					-0.00186 (-0.853)
Constant	-0.880*** (-12.89)	-0.955*** (-13.51)	-1.256*** (-32.28)	-0.960*** (-13.74)	-1.010*** (-11.18)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	481	481	481	481	481
R-squared	0.022	0.195	0.762	0.194	0.196
Number of fund_id					

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 18 – Регрессионный анализ меры идиосинкратической доходности

VARIABLES	(1) idio_ret	(2) idio_ret	(3) idio_ret	(4) idio_ret	(5) idio_ret
index_fund	-0.00860 (-1.226)	-0.00763 (-1.113)	-0.00182 (-0.353)	-0.00701 (-1.017)	-0.0114 (-1.276)
AS	-0.000133 (-1.127)	-9.09e-05 (-0.775)	-1.37e-05 (-0.153)	-8.22e-05 (-0.697)	-8.58e-05 (-0.725)
AS_x_index	0.000321* (1.709)	0.000415** (2.095)	-5.06e-05 (-0.414)	0.000423** (2.212)	0.000440** (2.322)
log_tna	1.15e-05 (0.00710)	-0.000610 (-0.377)	-0.000776 (-0.632)	-0.000280 (-0.173)	0.00134 (0.505)
inflow_q	-0.0382*** (-2.726)	-0.0382*** (-2.824)	-0.0118 (-1.045)		-0.0386*** (-2.828)
log_tna_sq					-0.000170 (-0.662)
Constant	0.00360 (0.329)	-0.0107 (-0.925)	-0.0356*** (-3.170)	-0.0107 (-0.926)	-0.0162 (-1.375)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	466	466	466	466	466

Продолжение таблицы 18

VARIABLES	(1) idio_ret	(2) idio_ret	(3) idio_ret	(4) idio_ret	(5) idio_ret
R-squared	0.020	0.080	0.534	0.065	0.081
Number of fund_id					
Test					
AS+AS_x_index	0.0001883	0.0003242	-0.0000643	0.0003409	0.0003542
P-value (=0)	0.1876	0.0449	0.4538	0.0258	0.0221

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 19 – Регрессионный анализ меры идиосинкратической доходности

VARIABLES	(1) idio_ret	(2) idio_ret	(3) idio_ret	(4) idio_ret	(5) idio_ret
index_fund	0.000304 (0.100)	-0.000432 (-0.145)	-0.00139 (-0.679)	-3.83e-05 (-0.0127)	-0.00320 (-0.474)
log_tna	-0.000301 (-0.192)	-0.000877 (-0.564)	-0.000775 (-0.653)	-0.000561 (-0.361)	0.000485 (0.203)
inflow_q	-0.0371*** (-2.691)	-0.0375*** (-2.837)	-0.0114 (-1.030)		-0.0378*** (-2.836)
log_tna_sq					-0.000120 (-0.504)
Constant	-0.00246 (-0.252)	-0.0144 (-1.413)	-0.0160* (-1.704)	-0.0139 (-1.359)	-0.0180* (-1.902)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	474	474	474	474	474
R-squared	0.016	0.076	0.533	0.061	0.077
Number of fund_id					

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 20 – Регрессионный анализ меры номинальной доходности

VARIABLES	(1) return_q	(2) return_q	(3) return_q	(4) return_q	(5) return_q
index_fund	0.00334 (0.199)	-0.00199 (-0.127)	0.00258 (0.342)	-0.000950 (-0.0598)	-0.00770 (-0.337)
AS	0.000197 (0.873)	0.000159 (0.721)	8.21e-05 (0.615)	0.000175 (0.788)	0.000164 (0.742)
AS_x_index	0.000272 (0.458)	0.000501 (0.945)	-8.04e-05 (-0.443)	0.000512 (0.966)	0.000541 (1.024)

Продолжение таблицы 20

VARIABLES	(1) return_q	(2) return_q	(3) return_q	(4) return_q	(5) return_q
log_tna	-0.00149 (-0.469)	-0.000511 (-0.165)	-0.000917 (-0.583)	7.54e-05 (0.0242)	0.00237 (0.282)
inflow_q	-0.0877** (-2.452)	-0.0683** (-2.095)	0.0179 (1.336)		-0.0690** (-2.104)
log_tna_sq					-0.000250 (-0.347)
Constant	0.0116 (0.483)	0.0354 (1.511)	-0.153*** (-11.57)	0.0293 (1.247)	0.0273 (0.878)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	507	507	507	507	507
R-squared	0.019	0.148	0.814	0.140	0.148
Number of fund_id					
Test					
AS+AS_x_index	0.0004693	0.0006602	1.70E-06	0.000687	0.0007045
P-value (=0)	0.3952	0.1767	0.9886	0.1595	0.1497

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 21 – Регрессионный анализ меры номинальной доходности

VARIABLES	(1) return_q	(2) return_q	(3) return_q	(4) return_q	(5) return_q
index_fund	-0.00332 (-0.405)	-0.00662 (-0.893)	-0.00244 (-0.860)	-0.00603 (-0.799)	-0.00673 (-0.391)
log_tna	-0.00165 (-0.527)	-0.000628 (-0.206)	-0.000847 (-0.550)	-3.60e-05 (-0.0117)	-0.000571 (-0.0749)
inflow_q	-0.0917*** (-2.604)	-0.0714** (-2.262)	0.0175 (1.333)		-0.0714** (-2.254)
log_tna_sq					-4.96e-06 (-0.00749)
Constant	0.0246 (1.302)	0.0490** (2.550)	0.0540*** (4.508)	0.0447** (2.325)	0.0489* (1.935)
FE	No	Year	Quarter	Year	Year
SE	Robust	Robust	Robust	Robust	Robust
Observations	515	515	515	515	515
R-squared	0.017	0.149	0.815	0.140	0.149
Number of fund_id					

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 22 – Список фондов, вошедших в исследование и их характеристики

fund_id	date_q	TSC	AS	TNA 16q2
1	2016q2	4.90	97.06	2 190 799 421.00
2	2016q2	4.90	81.18	2 637 213 531.00
3	2016q2	4.71	60.52	1 275 117 487.61
5	2016q2	4.24	53.43	526 092 962.89
6	2016q2	3.94	40.43	2 133 047 242.91
7	2016q2	5.20	42.44	1 615 360 053.58
8	2016q2	3.96	81.93	242 539 201.32
9	2016q2	4.70	53.05	393 137 956.77
10	2016q2	3.70	30.51	162 623 259.55
11	2016q2	5.10	60.08	1 101 226 470.84
12	2016q2	5.20	86.52	1 076 246 524.37
13	2016q2	5.15	53.30	335 883 218.72
14	2016q2	3.45	71.89	199 063 075.52
15	2016q2	6.19	56.97	128 885 379.87
16	2016q2	6.55	56.87	116 241 667.33
17	2016q2	4.34	64.96	105 596 609.41
18	2016q2	5.70	91.61	82 900 443.24
19	2016q2	5.47	49.27	82
20	2016q2	8.75	81.21	76 001 303.14
100	2016q2	3.04	7.89	129 520 098.59
200	2016q2	5.60	3.81	99 687 139.74
300	2016q2	3.90	2.65	637 010 531.95
400	2016q2	4.10	15.40	108 675 363.75
500	2016q2	1.16	12.59	81 145 135.39
600	2016q2	3.10	6.10	57 529 366.44
700	2016q2	2.90	1.92	432 449 865.01
800	2016q2	3.60	10.79	70 245 248.99
21	2016q2	4.90	2.00	114 364 540.58
22	2016q2	5.40	54.66	46 658 733.09
23	2016q2	5.60	89.38	41 457 199.40
24	2016q2	4.60	68.02	40 089 303.07
25	2016q2	5.50	51.17	51 411 942.69
26	2016q2	5.00	40.80	32 641 368.95
27	2016q2	13.50	59.25	25 239 459.42
28	2016q2	7.67	78.22	25 864 181.18
29	2016q2	5.50	40.82	325 057 211.54
30	2016q2	4.50	52.31	103 703 295.00
31	2016q2	5.20	29.25	359 515 896.66
32	2016q2	3.70	28.96	498 364 069.35
33	2016q2	5.20	34.29	489 621 278.25
34	2016q2	5.70	54.35	193 550 112.34
35	2016q2	4.50	19.90	73 990 033.46
36	2016q2	5.10	21.00	17 274 745.42
37	2016q2	6.20	66.00	37 400 076.00
38	2016q2	5.10	47.86	48 024 499.14
39	2016q2	7.90	60.13	20 381 646.61
40	2016q2	3.40	65.80	13 972 206.77
41	2016q2	6.20	76.80	54 658 299.29
42	2016q2	7.30	49.80	14
43	2016q2	5.70	63.80	14 633 510.92

Продолжение таблицы 22

fund_id	date_q	TSC	AS	TNA 16q2
44	2016q2	10.00	52.80	17 103 482.20
45	2016q2	10.15	60.30	76 295 323.58
46	2016q2	3.50	20.50	14 436 045.76
47	2016q2	5.10	62.30	17 587 527.90
48	2016q2	5.74	95.00	50 417 457.58
49	2016q2	7.90	90.00	29 739 464.42
50	2016q2	5.50	44.00	13 332 870.00
51	2016q2	6.00	55.00	14 659 696.97
900	2016q2	1.70	14.94	134 590 122.31
1000	2016q2	4.10	8.30	41 615 065.01
1100	2016q2	2.50	15.76	26 015 797.03
1200	2016q2	5.75	4.80	24 515 551.63
1300	2016q2	5.80	19.80	31 436 655.32
1400	2016q2	3.10	16.20	13 322 707.84
52	2016q2	5.10	44.77	15
53	2016q2	5.10	35.48	38 761 184.23

Источник: рассчитано авторами.

2 СЛИЯНИЕ И ПОГЛОЩЕНИЕ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ

2.1 Характеристики управляющих компаний и финансовых конгломератов. Доходность и приток активов.

Одним из механизмов воздействия на стоимость чистых активов является увеличение притока чистых активов в фонд. Существует большое количество статей, исследующих взаимосвязь доходности фонда и притока чистых активов [15,3]. Одной из ранних классических статей является работа Шевалье и Эллисона [15]. В своей статье авторы оценивают функциональную взаимосвязь между доходностью фонда и будущим притоком чистых активов. Для этого оценивается полупараметрическая модель на выборке, включающей в себя данные по 449 фондам и охватывающей период с 1983 по 1993 годы. Все фонды делятся на две группы в зависимости от возраста. Оцененные зависимости представлены на рис. 4 и рис. 5.

Согласно полученным результатам, ожидаемый приток чистых активов в следующем году возрастает с ростом доходности в текущем году. Причем данный результат верен для обеих групп фондов. Еще одним интересным результатом является нелинейная зависимость притока чистых активов от доходности в области положительной доходности. Как видно из рисунков, с ростом доходности приток чистых активов начинает расти более высокими темпами. Для молодых фондов картина получается симметричной и для отрицательной области. С падением доходности функциональная зависимость становится вогнутой для молодых фондов в области отрицательной доходности. Однако этот эффект наблюдается для крайне низкой доходности. В области $[-15\%, -8\%]$ чистый приток активов не зависит от доходности фонда. Для старых фондов картина несколько иная: наблюдается асимметрия притока активов между положительной и отрицательной областью доходности. Инвесторы стремятся инвестировать в фонды с высокой доходностью, однако не спешат покидать фонды с крайне низкой доходностью. Приток чистых активов становится менее чувствительным к успешности фонда даже при крайне низкой доходности.

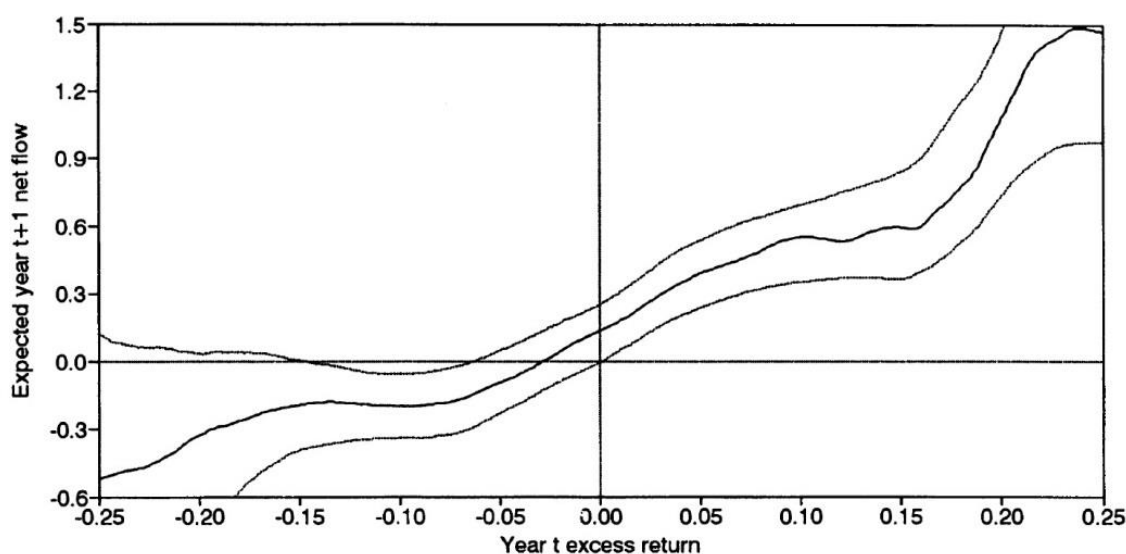
Согласно авторам статьи, подобные интервалы нечувствительности будущего ожидаемого притока активов к текущей доходности создает предпосылки со стороны управляющих компаний для манипулирования уровнем риска портфеля. К примеру,

пусть в течение первых 3-х кварталов календарного года фонд показал отрицательную избыточную доходность. Если фонд в течение последнего квартала реплицирует рыночный индекс, то он закончит календарный год с отрицательной избыточной доходностью, что приведет к оттоку активов в следующем году. Если фонд в последнем квартале вновь покажет небольшую отрицательную избыточную доходность, то он закончит год с еще большей отрицательной избыточной доходностью, однако ожидаемый отток активов будет приблизительно равен значению для предыдущего случая. Если же фонд покажет положительную избыточную доходность в последнем квартале, то оттока активов в следующем году можно и вовсе избежать. Таким образом, управляющей компании выгодно увеличивать рискованность своего портфеля в последнем квартале календарного года, если на момент окончания 3-го квартала доходность фонда сильно уступает рыночной доходности. Наоборот, если фонд продемонстрировал положительную избыточную доходность, то дополнительная доходность в последнем квартале почти не изменит ожидаемого притока активов, в то время как ожидаемый приток может сильно упасть в случае отрицательной избыточной доходности в последнем квартале. Это говорит о том, что если управляющая компания уже получила положительную избыточную доходность по итогам первых трех кварталов, то она будет следовать рынку в течение последнего квартала. Анализируя содержимое портфелей фондов, авторы показывают, что управляющие компании действительно изменяют уровень риска своего портфеля в зависимости от того, какую доходность показал фонд в течение первых трех кварталов календарного года.

Берк и Грин [3] в своей статье предложили рациональную модель активного управления портфелем ценных бумаг, в рамках которой показали наличие положительной корреляции между текущей доходностью и будущим притоком активов. Согласно данной модели, портфельные менеджеры различаются по умению генерировать высокую доходность для своих фондов, а также испытывают убывающую отдачу от масштаба. Последнее говорит о том, что при увеличении размера активов под управлением портфельным менеджерам становится все сложнее демонстрировать высокую избыточную доходность. Инвесторы, в свою очередь, используют историю доходности фондов для рациональной оценки

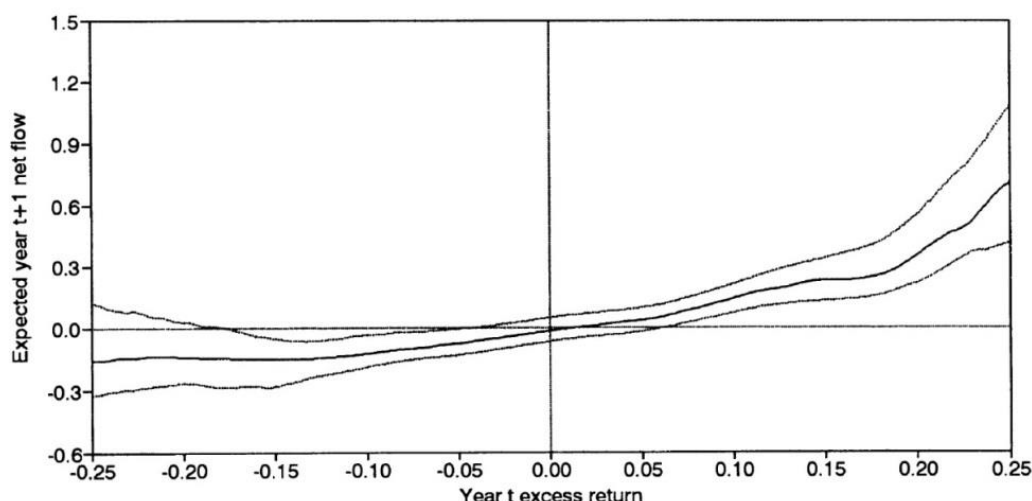
профессионализма портфельных менеджеров. Обнаружив фонды с высокой доходностью, инвесторы принимают решение инвестировать в эти фонды, что приводит к росту их размера активов под управлением. Согласно модели, данный процесс продолжается до тех пор, пока будущая ожидаемая избыточная доходность фонда не снизится до конкурентных значений. Таким образом, данная модель объясняет не только взаимосвязь между доходностью и притоком активов, а также вариабельность избыточной доходности паевых фондов.

Изменение уровня риска может быть спровоцировано самими портфельными менеджерами, а не управляющей компанией. В случае, когда компенсация менеджера привязана к доходности его портфеля, он может изменять рискованность портфеля с целью повлиять на доходность всего фонда. Кто бы ни являлся инициатором этих изменений, согласно статье Хуанга, Сиалма и Чжана [16] фонды, которые меняют уровень риска своего портфеля, уступают по доходности фондам, которые поддерживают стабильный уровень риска.



Источник: [15]

Рисунок 4 - Зависимость будущего притока активов от текущей доходности для молодых фондов (с возрастом 2 года)



Источник: [15]

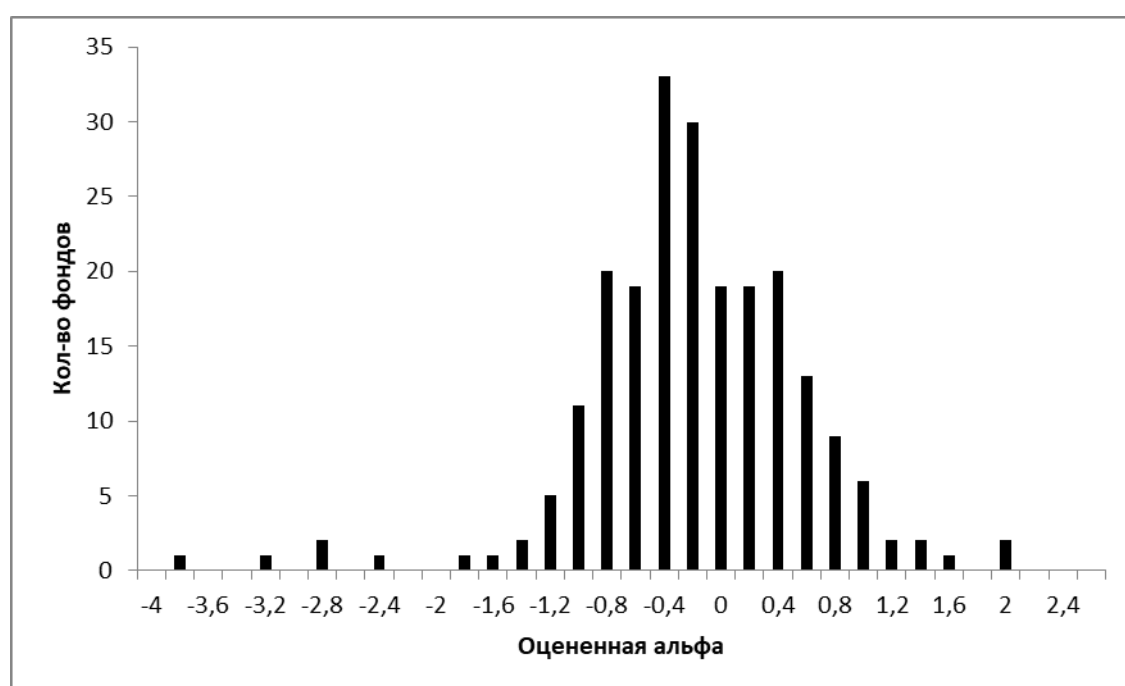
Рисунок 5 – Зависимость будущего притока активов от текущей доходности для старых фондов (с возрастом более 10 лет)

Приток чистых активов формируется двумя составляющими: притоком и оттоком активов. Ивкович и Вайсбеннер [17] в своей статье исследуют взаимосвязь между различными мерами доходности фонда и двумя составляющими его притока чистых активов. Авторы показывают, что будущий приток активов скоррелирован с относительной доходностью фонда, что говорит о том, что инвесторы выбирают фонд с наибольшей доходностью в рамках данного инвестиционного стиля. Отток активов, наоборот, зависит от абсолютной доходности фонда и не зависит от относительной доходности. Данные результаты свидетельствуют о том, что решения о покупке и продаже паев принимаются инвесторами различным образом.

Мы видим, что существующие исследования говорят о положительной корреляции текущей доходности и будущего притока активов. УК и портфельные менеджеры способны влиять на доходность фонда, изменяя уровень риска портфеля в своих интересах, однако способны ли они приносить положительную сверхдоходность (альфу¹¹) пайщикам? Если ответ положителен, то является ли это следствием их профессионализма или просто удачи?

¹¹ Альфа - это мера разности между фактической доходностью фонда и его ожидаемой доходностью, рассчитанной с учетом рыночного риска портфеля (бета). Определение по Morningstar: <http://www.morningstar.com/InvGlossary/alpha.aspx>

В своей классической статье Малкиэль [18] постарался ответить на эти вопросы, исследуя все активные фонды акций США с 1971 по 1991 годы. Используя уникальную базу данных, автор вычисляет 1-факторную CAPM альфу для фондов, просуществовавших в течение всего 20-летнего периода. Гистограмма полученных альф представлена на рис. 6. Данная гистограмма наглядно демонстрирует тот факт, что альфа чаще принимает отрицательные значения, чем положительные. Среднее значение оцененных альф равно -0.06 с t -stat, равной -0.21 , что не позволило автору отвергнуть гипотезу о равенстве нулю средней скорректированной на риск доходности фондов.



Источник: построено авторами согласно [18]

Рисунок 6 – Распределение оцененных 1-факторных альф паевых фондов в период с 1972 по 1991 годы. Оценка проведена на множестве выживших фондов акций на 20-летнем окне доходностей

Данный анализ включал в себя только выжившие в течение 20-и лет фонды, что говорит о смещенности результатов в положительную область. Автор также подчеркивает, что использованные для вычисления альф доходности фондов были предварительно очищены от комиссионных издержек пайщиков. Последнее говорит о том, что полученные альфы – это скорректированная на риск доходность пайщика, а

не портфельного менеджера. Таким образом, отсутствие значимого различия между средней альфой для пайщика и нулем говорит о том, что средний выживший фонд зарабатывает ровно столько, сколько требуется пайщику, чтобы покрыть его комиссионные расходы в этом фонде.

В своей недавней работе Берк и ван Бинсберген [4] также исследуют доходность паевых фондов. В отличие от множества других работ, авторы исследуют доходность до вычета комиссионных издержек, то есть ту доходность, которую зарабатывают портфельные менеджеры. Для данной меры доходности авторы вычисляют доходность, скорректированную на риск, или альфу. Авторы также учитывают размеры фондов при построении меры профессионализма менеджеров. К примеру, альфа, равная 1% на фонде размером в \$10 млрд., имеет бóльшую добавленную стоимость, чем альфа, равная 10% на фонде размером в \$1 млн.

Согласно результатам, средний портфельный менеджер приносит добавленную стоимость в размере \$2 млн./год. При этом добавленная стоимость, создаваемая менеджером, сохраняется во времени, а, следовательно, не может быть объяснена лишь удачей. Инвесторы, со своей стороны, способны распознавать талантливых менеджеров. Это приводит к тому, что комиссионные издержки фондов, которыми руководят лучшие менеджеры, в среднем выше по рынку. Авторы подчеркивают, что размер комиссионных издержек фонда обладает предсказательной силой для дальнейшей доходности фонда. Говоря о самих инвесторах, после вычета комиссионных издержек в среднем они получают близкую к нулю альфу, что говорит о том, что всю созданную портфельными менеджерами добавленную стоимость забирают сами управляющие компании.

Как видно из существующей литературы, портфельные менеджеры действительно способны генерировать доходность для своих фондов. Причем они способны это делать систематически, что говорит о наличии у них профессионализма и специальных навыков. В то же время инвесторы паевых фондов, в среднем, не могут извлечь дополнительную прибыль от инвестирования в паевые фонды, поскольку в состоянии равновесия генерируемая портфельными менеджерами избыточная доходность фонда полностью компенсируется комиссионными издержками. Результаты обеих статей полностью согласуются с теоретической

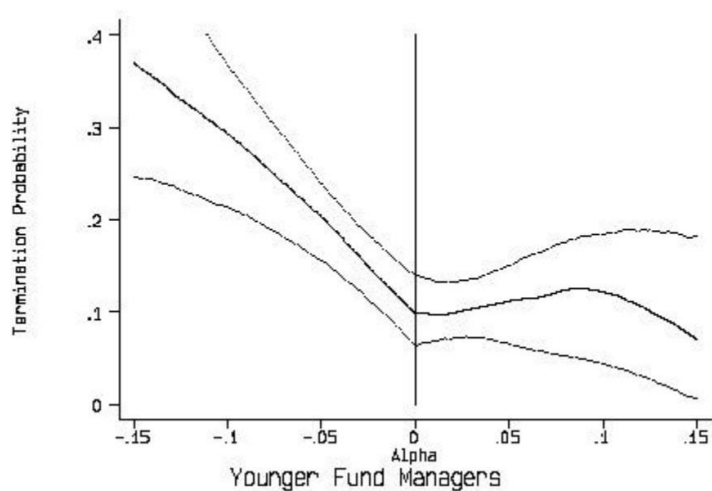
моделью Берка и Грина (см. выше), где приток активов в фонд продолжается до тех пор, пока избыточная доходность, за вычетом комиссионных издержек, не станет равной конкурентным значениям, то есть нулю.

Фама и Френч [5] в своей недавней работе более пессимистичны относительно доходности паевых фондов. Исследуя выборку американских активных паевых фондов в период с 1984 года по 2006 год, авторы показывают, что, в среднем, скорректированная на комиссионные платежи альфа варьируется в диапазоне от -1.13% до -0.81% в годовом выражении в зависимости от выбранной модели и метода агрегирования доходности, статистически значимо отличаясь от нуля. В то же время альфа, рассчитанная на доходности портфеля до вычета комиссионных, составила от -0.18% до 0.39% в годовом выражении, статистически не отличаясь от нуля. Данные результаты свидетельствуют о том, что, в среднем, активные паевые фонды генерируют не отличимую от нуля альфу, однако после вычета комиссионных платежей и вовсе демонстрируют отрицательную избыточную доходность. Эти выводы противоречат основным результатам теоретической модели Берка и Грина (см. выше).

Во второй части своей статьи авторы пытаются исследовать наличие портфельных менеджеров, способных генерировать такую альфу, которая покрывает хотя бы собственные комиссионные издержки фонда. Для этого они строят бутстрап симуляции исторических доходностей в предположении, что истинная альфа равна нулю, и сравнивают перцентили распределений симулированных и исторических данных. Согласно полученным результатам, лишь небольшая часть портфельных менеджеров (менее 2%), если таковая вообще имеется, способна генерировать альфу, покрывающую комиссионные издержки фонда.

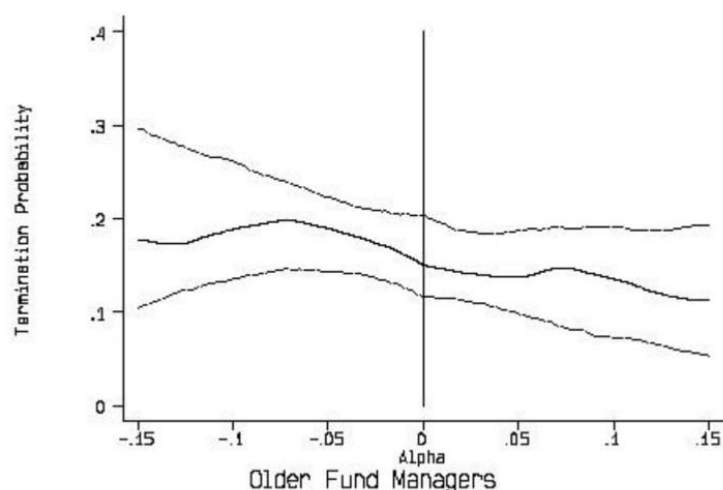
В индустрии паевых фондов существует еще одна важная категория взаимоотношений – между портфельным менеджером и управляющей компанией. Портфельный менеджер является наемным рабочим, чья заработная плата складывается из оклада плюс процента от доходности паевого фонда. Как правило, данный дополнительный бонус на порядок ниже бонусов в индустрии хедж-фондов. Привязка заработной платы к доходности управляемого портфеля создает дополнительные стимулы для манипулирования доходностью фонда со стороны

портфельного менеджера. Шевалье и Эллисон [19] в своей статье исследуют карьерные особенности портфельных менеджеров. Авторы показали, что управляющие компании следят за показателями доходности менеджеров. На следующих рисунках представлена зависимость вероятности увольнения менеджера от показателя доходности его портфеля. Как видно, для обеих возрастных групп зависимость между доходностью, которую демонстрирует менеджер, и вероятностью его увольнения отрицательная. Более того, молодых управляющих увольняют чаще в случае низких показателей.



Источник: [19]

Рисунок 7 – Зависимость вероятности увольнения менеджера в течение текущего года от скорректированной на риск доходности его фонда в текущем году. Менеджеры младше 45 лет



Источник: [19]

Рисунок 8 – Зависимость вероятности увольнения менеджера в течение текущего года от скорректированной на риск доходности его фонда в текущем году. Менеджеры старше 45 лет

Исследователи также посмотрели на состав портфеля увольняемого менеджера. Отклонение портфеля от инвестиционного стиля, от заранее выбранного уровня рыночного и идиосинкратического риска¹² повышает риск увольнения сотрудника для категории молодых портфельных менеджеров. Полученные результаты привели исследователей к мысли о том, что данная информация может быть использована менеджерами для минимизации вероятности их увольнения. Для тестирования данной гипотезы авторы проанализировали уровень идиосинкратического риска портфелей молодых и возрастных менеджеров. Выяснилось, что молодые менеджеры в среднем берут меньше идиосинкратического риска по сравнению с возрастными менеджерами. Более того, молодые менеджеры с большей вероятностью подвержены «эффекту толпы», что говорит о том, что они реже отклоняются от поведения большинства. Это приводит к тому, что молодые менеджеры инвестируют в популярные сектора и стремятся иметь более традиционный набор активов в портфеле.

¹² Идиосинкратический риск – риск возникновения волатильности или постоянной потери капитала ввиду индивидуальных особенностей ценной бумаги, а не общих изменений на рынке. Определение по Morningstar: http://www.morningstar.com/InvGlossary/idiosyncratic_risk_definition_what_is.aspx

2.2 Стратегии управляющих компаний

Выше мы обсуждали взаимосвязь доходности фонда и притока чистых активов в фонд. Мы также обсудили возможные пути манипулирования доходностью фонда, наличие таланта у менеджеров и особенности их взаимоотношения с управляющей компанией. Сейчас же мы уделим внимание стратегиям управляющих компаний, целью которых является увеличение размера стоимости активов под управлением.

Индустрия паевых инвестиционных фондов в США крайне конкурентна. В своей статье Корана и Серваес [20] исследуют конкуренцию между управляющими компаниями и выявляют факторы, влияющие на рыночную долю той или иной компании. Авторы показывают, что ценовая конкуренция на рынке является эффективной. Управляющие компании с более высокими комиссионными издержками и отсутствием возможностей для экономии от масштаба имеют меньшую рыночную долю. Управляющие компании, чьи скорректированные на инвестиционный стиль комиссионные издержки ниже, имеют большую долю на рынке.

Авторы показали, что комиссионные издержки 12b1, различные надбавки и скидки положительно скоррелированы с рыночной долей управляющей компании. Это легко объясняется тем, что, как правило, денежные потоки от данных видов комиссионных платежей идут на маркетинговые расходы управляющей компании. Результаты исследования также говорят о том, что инвесторы ассиметрично реагируют на изменение размера комиссионных платежей. Если управляющая компания имела размер комиссии выше среднего, то она способна повысить свою долю на рынке за счет уменьшения размера комиссионных издержек. Однако если начальный размер был ниже среднего, то такого эффекта достичь не удастся. Авторы подчеркивают, что создание новых фондов, которые отличаются от существующей продуктовой линейки, также позволяет увеличить рыночную долю УК.

Помимо ценовой конкуренции, управляющие компании могут пользоваться рядом стратегических решений, направленных на привлечение дополнительного числа пайщиков. Последствия одного из таких решений обсуждаются в статье Купера, Гулена и Рау [21]. В своей работе авторы исследуют стратегию изменения имен паевых фондов с учетом текущей популярности тех или иных инвестиционных

стилей. К примеру, многие управляющие компании после пузыря доткомов убрали из названия своих фондов слова «Новая экономика», «акции роста» и т.д. Исследуя выборку из 296 фондов акций, хотя бы раз менявших свое название, было выявлено, что почти все изменения в именах фондов были направлены либо на добавление слов, ассоциирующихся с текущими доходными инвестиционными стилями, либо на удаление слов, ассоциирующихся с текущими проигрышными инвестиционными стилями. Авторы показали, что в течение последующих 12-и месяцев после переименования фонды привлекают дополнительно 27.63% притока активов по сравнению с аналогичными фондами, не изменившими название.

Согласно исследованию, управляющие компании, как правило, изменяют имена более старых фондов, демонстрирующих низкую доходность и высокий отток активов в течение последних 6-ти месяцев. Многие подобные изменения имен сопровождаются увеличением расходов на рекламу и маркетинг фондов, что может частично или полностью объяснить подобное увеличение притока активов. В рамках регрессионного анализа авторы показывают, что дополнительный приток сохраняется даже после контролирования на изменение в расходах на рекламу. Более того, ограничив выборку лишь теми переименованиями, при которых отсутствуют изменения в расходах на рекламу, авторы показывают, что эти фонды привлекают дополнительно 18.69% притока активов в течение последующих 12-и месяцев.

Еще одной стратегией управляющих компаний является «инкубация». В рамках этой стратегии управляющая компания создает несколько паевых фондов (портфелей), закрытых для инвесторов (или вовсе незарегистрированных). По окончании инкубационного периода фонды, продемонстрировавшие высокие показатели доходности, становятся открытыми для инвесторов, в то время как остальные ликвидируются. Таким образом, ставшие открытыми инкубированные фонды демонстрируют историю высокой доходности, что активно рекламируется управляющей компанией. Данную стратегию в своей статье исследует Эванс (Evans, 2010). Автор рассматривает широкую выборку недавно открытых фондов, которые инвестируют преимущественно в американский фондовый рынок. Выборка охватывает промежуток с 1996 по 2005 годы, в течение которого 23% созданных фондов были инкубированы.

Эванс показал, что в течение инкубационного периода скорректированная на риск годовая доходность инкубированных фондов на 3.5 п.п. выше таковой у неинкубированных фондов. Коэффициент Шарпа инкубированных фондов более чем в 2 раза превышает аналогичный показатель неинкубированных. Однако различие в доходности становится статистически незначимым после открытия фонда инвесторам. Это говорит о том, что инкубация не используется управляющими компаниями как инструмент отбора портфельных менеджеров, иначе инкубированные фонды продолжали бы демонстрировать высокие показатели доходности после своего открытия. Автор также исследует взаимосвязь инкубации фондов и последующий приток чистых активов. Согласно исследованию, данные фонды испытывают дополнительный приток чистых активов, который полностью объясняется более высокой доходностью в период инкубации. Это говорит о том, что инвесторы не способны отличить инкубированные фонды от неинкубированных, одинаково реагируя на более высокую доходность в обеих группах фондов.

Рассмотренный выше процесс инкубации фондов направлен, в первую очередь, на создание так называемых звездных фондов. Под звездным фондом принято понимать фонд, демонстрирующий одну из лучших историй доходности¹³. Одной из классических работ, исследовавших эффект наличия звезд в УК, является статья Нанда, Вэнга и Женга [22]. В ней авторы показывают, что наличие звездного фонда в УК приводит к увеличению притока активов не только в этот фонд, но и в другие фонды данной УК. Наличие такого спилловер эффекта является дополнительным стимулом к созданию звездных фондов с точки зрения управляющих компаний. Согласно исследованию, вероятность возникновения звездных фондов в семье¹⁴ положительно скоррелирована с межфондовым стандартным отклонением доходности и количеством фондов в семье. Помимо того, что наличие звездных фондов в УК может объясняться профессионализмом управляющих, оно так же

¹³ В существующей литературе используется несколько способов оценки звездности фонда: скорректированная на риск доходность (альфа), доходность внутри инвестиционного стиля, рейтинг Morningstar и прочие.

¹⁴ В рамках данного исследования выражения «управляющая компания (УК)» и «семья» используются в качестве синонимов.

может быть следствием стратегии, направленной на выращивание звезд. Как бы то ни было, авторы указывают на то, что УК, имеющие звездные фонды, не демонстрируют более высокую доходность в будущем. Наличие избыточного притока активов в УК, обладающие звездными фондами, также было отмечено в обсуждавшейся выше работе Корана и Серваеса [20].

В рассмотренных выше статьях было показано, что наличие звездного фонда в управляющей компании позволяет привлечь дополнительный приток чистых активов в другие фонды УК. Однако при помощи каких именно механизмов создаются звездные фонды в семье? Один из таких механизмов мы уже рассмотрели выше, когда обсуждали инкубацию фондов. Другим механизмом является фаворитизм или кросс-субсидирование. Под фаворитизмом принято понимать комплекс мер, направленных на увеличение доходности тех фондов, которые интересны управляющей компании в наибольшей степени, за счет остальных фондов. В группу наиболее ценных с точки зрения УК фондов могут относиться звездные фонды, которые привлекают пайщиков на уровне всей управляющей компании. Также в их число могут попадать фонды с более высоким уровнем комиссионных платежей. Вспомним, что доход управляющей компании формируется за счет потока денежных средств от комиссионных платежей. Таким образом, управляющие компании заинтересованы в том, чтобы приток активов в более дорогие фонды был выше [23].

Наличие положительной корреляции между вероятностью возникновения звездного фонда в семье и межфондовым стандартным отклонением доходности в семье [22] может быть тесно связано с наличием фаворитизма в звездных семьях. Рассмотрим простую модель семьи с двумя фондами, доходность которых обозначим как r_1 и r_2 . Тогда межфондовое стандартное отклонение доходности в такой семье равно:

$$SD_1 = \sqrt{\left(r_1 - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2 + \left(r_2 - \frac{(r_1 + r_2)}{2}\right)^2}. \quad (5)$$

Если данная семья начнет следовать стратегии фаворитизма, то есть отнимать часть доходности x от фонда 1 и отдавать фонду 2, то стандартное отклонение примет вид:

$$SD_2 = \sqrt{(r_1 - x - \frac{(r_1 + r_2)}{2})^2 + (r_2 + x - \frac{(r_1 + r_2)}{2})^2}, \quad (6)$$

где $x > 0$. Нетрудно увидеть, что при любом $x > 0$ и $r_2 > r_1$ верно, что $SD_2 > SD_1$. Это говорит о том, что если управляющая компания отнимает часть доходности «плохого» фонда и отдает «хорошему», то межфондовое стандартное отклонение доходности в семье возрастает, что полностью согласуется с тем, что звездные семьи могут придерживаться стратегии фаворитизма.

В своей статье, являющейся одной из первых на эту тему и ставшей классической, Гаспар, Масса и Матос [23] исследуют наличие стратегического кросс-субсидирования внутри управляющих компаний. Авторы разбивают фонды внутри семьи на фонды с высокой и низкой значимостью для семьи. Отдельно рассматривается три различных критерия значимости фонда для семьи: прошлая доходность, размер комиссионных платежей и возраст фонда. Высокий размер комиссионных платежей, высокая прошлая доходность и молодой возраст ассоциированы с высокой значимостью. Низкий размер комиссионных платежей, низкая прошлая доходность и большой возраст относят фонд к группе низкой значимости. Авторы показывают, что фонды высокой значимости кросс-субсидируются за счет фондов низкой значимости в размере 0.7%-3.3% скорректированной на риск доходности в год (в зависимости от выбранного критерия значимости) внутри одной управляющей компании.

В статье также исследуются два важных механизма фаворитизма: преференциальное распределение и противоположные сделки. Под преференциальным распределением принято понимать механизм распределения сделок между фондами одной управляющей компании, в рамках которого лучшие сделки достаются кросс-субсидируемым фондам. Будучи институциональными инвесторами, управляющие компании, как правило, владеют серьезными центрами анализа финансовых рынков. Эти центры помогают трейдерам с поиском высоко

прибыльных инвестиционных позиций. Такие позиции принято называть «лучшими идеями» (от англ. best ideas) [24]. Помимо этого, данные центры анализа финансовых рынков могут помочь в выявлении наиболее выгодных с точки зрения инвестирования сделок IPO, при размещении заявок на участие в которых крупные управляющие компании имеют привилегии. Сделки IPO, как правило, сильно недооценены, что позволяет извлечь дополнительную доходность при последующей продаже [25]. Имея информацию о наиболее выгодных сделках, управляющая компания сама принимает решение о распределении этих сделок между своими фондами. Количество сделок IPO, равно как и размер инвестиции, ограничены, поэтому далеко не все фонды могут получить возможность принимать участие в сделках IPO.

Вторым из вышеупомянутых механизмов фаворитизма является «противоположная сделка» (от англ. opposite trade). Противоположной сделкой принято называть транзакцию, в рамках которой запросы на покупку и продажу одной и той же ценной бумаги одновременно поступают от разных фондов одной управляющей компании. Однако в отличие от обычных сделок, в данном случае обе противоположные заявки не выходят на рынок. Вместо этого сделки погашаются брокером локально, передавая ценные бумаги от продающего фонда в покупающий. Данный вид сделок разрешен американским законодательством в рамках правила 17a-7 US Investment Company Act как механизм, позволяющий снизить управляющим компаниям транзакционные издержки. В рамках законодательства противоположные сделки должны соответствовать инвестиционным стилям обеих сторон и должны проводиться по рыночной цене. Последнее часто нарушается управляющими компаниями, что позволяет смещать доходность от одних фондов в другие.

В своей статье Гаспар, Масса и Матос [23] показывают, что управляющие компании относительно чаще размещают сделки IPO в фонды высокой значимости по сравнению с фондами низкой значимости. Средняя и медианная доходность сделок IPO, размещенных в фонды высокой значимости, также значительно превосходит таковые для фондов низкой значимости. Исследуя квартальные данные по содержанию портфелей, авторы строят меру противоположных сделок между фондами высокой и низкой значимости. Согласно результатам, меры объема противоположных сделок

положительно коррелируют с размером кросс-субсидирования между двумя группами фондов. Эти результаты свидетельствуют о том, что данные механизмы могут быть использованы управляющими компаниями для кросс-субсидирования фондов высокой значимости за счет фондов низкой значимости.

Искусственное поддержание и накачивание звездных фондов за счет остальных может осуществляться путем приобретения тех же бумаг, которые содержатся в портфеле звездного фонда. Непосредственно перед отчетным периодом, конец квартала или года, незвездные фонды УК занимают длинную позицию по тем бумагам, которые содержатся в портфелях звездных фондов этой УК. Это приводит к росту стоимости этих бумаг и, как следствие, к более высокой доходности звездных фондов. Однако уже в начале следующего периода динамика стоимости паев звездных фондов демонстрирует коррекцию. Данная стратегия рассматривается в статье Ванга [26].

2.3 Слияние и поглощение управляющих компаний и их частей

Ранее мы рассмотрели основные стратегии управляющих компаний, направленные на увеличение притока чистых активов в фонды семьи. Большая часть этих стратегий основывалась на манипулировании доходностями фондов и, как следствие, влияло на последующий приток чистых активов. В дальнейшем мы рассмотрим слияние и поглощение управляющих компаний и их частей, как стратегий, направленных на увеличение активов под управлением.

Индустрия паевых фондов является крайне консолидированной. С начала 2000-ых уровень этой консолидации и концентрации лишь возрастает. Так, на конец 2015 года 56% всех американских паевых фондов по США принадлежало десяти крупнейшим управляющим компаниям, в то время как на конец 2000 года эта цифра составляла лишь 44%¹⁵. Как правило, консолидация происходит путем полного или частичного поглощения других управляющих компаний. Поглощение называется полным, если поглощаемая управляющая компания передает все ее фонды под управление поглощающей стороны. При этом, она может продолжить существовать

¹⁵ Согласно 2016 Investment Company Fact Book.

как бренд внутри новой материнской компании, либо быть ликвидирована. Примером полного поглощения может служить поглощение инвестиционной компанией Атон бизнеса по управлению активами Deutsche UFG Capital Management у материнской компании Deutsche Bank в ноябре 2013 года. При частичных продажах осуществляется передача лишь части фондов продающей стороны, после которой продающая УК продолжает свою деятельность. Примером подобной сделки служит передача фонда RiverFront Long-Term Growth Fund, принадлежавшего Robert W. Baird & Co., компании ALPS Advisors, Inc. в июне 2010 года.

Преимущества подобных сделок для покупающей стороны очевидны. Увеличивается количество активов под управлением, что позволяет достичь экономии от масштаба. Возникает больше возможностей для уменьшения размера комиссионных платежей, что делает продукты этой УК более конкурентоспособными на рынке. Увеличивается количество и разнообразие продуктов для конечного клиента. Возрастает количество каналов дистрибуции паев. В то же время конечные потребители продуктов, пайщики, могут не догадываться о наличии прямых негативных экстерналий, связанных с этими сделками. Так, согласно статье Луо и Кьяо [27], лишь 66% фондов, приобретенных в рамках полной продажи УК, выживают внутри новой УК. Остальные 34% фондов поглощаются либо ликвидируются. Оставшиеся в живых 66% фондов испытывают статистически значимое падение доходности после сделки. Основное падение доходности испытывают те фонды, чей инвестиционный стиль уже присутствовал у покупающей стороны до факта совершения сделки. Авторы объясняют это возможным «навязыванием» приобретенным фондам стратегий уже имеющихся похожих фондов. В свою очередь, подобное «навязывание» негативно сказывается на мотивации портфельных менеджеров приобретенных фондов.

Луо, Манкони и Шумахер [28] показывают в своей работе падение доходности старых фондов поглощающей управляющей компании непосредственно после сделки. В то же время фонды поглощенной управляющей компании демонстрируют увеличение доходности, что противоречит результатам работы Луо и Кьяо (см. выше). Непосредственно после сделки фонды поглощающей и поглощенной сторон начинают сближаться относительно состава своих портфелей: фонды поглощающей

стороны начинают инвестировать в сектора экономики, на которых специализировались фонды поглощенной компании, и наоборот. Таким образом, между двумя сторонами объединенной компании происходит обмен информацией и инвестиционными идеями.

Согласно работе Ивковича, Иноземцева и Симонова [29] полные продажи УК тесно связаны с фаворитизмом фондов внутри УК. Как уже отмечалось выше, при фаворитизме УК стремится дополнительно субсидировать доходностью наиболее ценные для себя фонды. К таким фондам относятся «звездные» фонды и фонды с высоким размером комиссионных платежей. Однако стратегия продающей стороны резко меняется в течение последнего года перед продажей. Продающаяся УК начинает откачивать свои звездные фонды и накачивать свои самые отстающие по доходности фонды, тем самым избавляясь от «лимонов»¹⁶. Таким образом, доходность всех фондов выравнивается, они все становятся «средними по индустрии». Авторы показали, что за два года до сделки продающиеся УК с большей вероятностью обладали плохими фондами, однако непосредственно перед продажей они перестали отличаться от средней УК по индустрии. Помимо этого, продающаяся УК отличается малыми размерами по СЧА и продолжительным оттоком активов. Согласно результатам статьи, падение скорректированной на стиль и размер годовой доходности звездных фондов в течение последнего года составляет 2.76 п.п. В то же время в течение первого года после сделки доходность звездных фондов восстанавливается, а доходность «лимонов» резко падает, что говорит о том, что покупающая сторона вновь начинает программу по субсидированию звездных фондов.

Как видно из существующей литературы, вокруг сделок по продаже УК внутри УК происходят события, скрытые от глаз пайщиков. Разумеется, это приводит к недооценке рисков от инвестирования в подобные продукты.

¹⁶ Смотрите статью G. Akerlof, 1970.

2.4 Закрытие фондов внутри семьи

Вместе с ростом, развитием и консолидацией индустрии большое распространение получили и такие явления, как поглощение и ликвидация фондов внутри УК. В первом случае речь идет о прекращении существования паевого фонда, когда все его активы передаются в управление другого фонда из данной УК. Пайщики поглощаемого фонда автоматически становятся пайщиками поглощающего фонда. В случае с ликвидацией активы ликвидируемого фонда распродаются, и пайщикам возвращаются вырученные от реализации этих активов средства.

Поглощаемые внутри УК фонды характеризуются малыми размерами, высокими комиссионными платежами, низкой доходностью и продолжительным высоким оттоком активов как по сравнению с выжившими фондами, так и по сравнению с поглощающими их фондами [30,31,32,33,34]. Исходя из этого, исследователи делают вывод о том, что поглощения фондов внутри УК проводятся с целью закрытия фондов с плохой историей доходности, что позволяет им «очищать» историю всей УК. В то же время УК склонны поглощать фонды, имеющие высокие комиссионные платежи, что объясняется стремлением к экономии от масштаба. В ходе этих сделок показатели доходности поглощающего фонда падают, однако по-прежнему остаются выше, чем у поглощенного фонда до момента сделки. Низкие показатели доходности объединенного фонда приводят к более высокому оттоку активов в последующие годы после сделки [31,32]. Однако последующее падение в доходности поглощающего фонда может варьироваться, к примеру, в зависимости от частоты подобных сделок для поглощающей стороны. Фонды, которые реже других выступают поглощающей стороной, испытывают более высокое падение в доходности после поглощения по сравнению с часто поглощающими фондами [35]. Таким образом, сделка по поглощению фонда с точки зрения доходности положительно сказывается на пайщиках поглощенного фонда и отрицательно на пайщиках поглощающего фонда. Другим очевидным преимуществом пайщиков поглощенного фонда является уменьшение размера комиссионных платежей. Величина комиссии объединённого фонда в среднем не отличается от соответствующей величины поглощающего фонда до момента сделки, однако существенно ниже таковой у поглощенного фонда. Несмотря на то, что при подобных

сделках со стороны УК может достигаться экономия от масштаба, в среднем изменение размера комиссионных платежей остается экономически незначимым [31]. Последнее говорит о том, что потенциально полученная выгода от достижения экономии от масштаба полностью достается управляющей компании и почти никак не отражается на конечных потребителях.

Как видно из существующей литературы, в рамках слияния фондов внутри одной УК основными бенефициарами среди пайщиков являются пайщики поглощенного фонда, в то время как пайщики поглощающего фонда испытывают резкое падение в доходности в последующие годы после сделки. Несмотря на то, что подобные сделки почти всегда происходят с согласия большинства пайщиков [31], пайщики поглощенного фонда могут подвергаться дополнительным рискам: изменение инвестиционного стиля, портфельных менеджеров, комиссионных платежей, налогообложения и прочего¹⁷. Подобные изменения могут привести к пересмотру пайщиками содержания своего инвестиционного портфеля ценных бумаг, включая продажу паев.

Ликвидируемые фонды, сильно уступая выжившим фондам, обладают схожими характеристиками с поглощенными фондами: малые размеры СЧА, низкая доходность и продолжительный высокий отток активов. Однако в отличие от поглощенных фондов, их размер СЧА и комиссионных платежей гораздо ниже, что делает их менее доходными для УК. Ликвидированные фонды обладают малым возрастом и более низкой доходностью по сравнению с поглощенными фондами, что приводит к более высокому оттоку активов в последний год жизни фонда [36,30,33,34].

Ликвидация паевого фонда является во многом более рискованной альтернативой для пайщика по сравнению с поглощением фонда. Это связано с полным выходом из инвестиций. Напомню, что при ликвидации фонда все его активы распродаются, и вырученные средства, за вычетом дополнительных комиссий, раздаются пайщикам. Здесь возникает сразу несколько дополнительных рисков. Во-первых, момент ликвидации и распродажи активов может совпасть с обвалом рынка.

¹⁷ Статья в WSJ "Fund Investors Can Lose Out When Portfolios Are Merged" от 02.09.2009.

Во-вторых, неликвидная часть активов фонда может быть распродана с существенным дисконтом. В-третьих, ликвидация фонда может занять продолжительное время, в течение которого пайщики не смогут иметь доступа к собственным средствам. Наконец, с ликвидацией фонда могут быть связаны дополнительные издержки, связанные с наймом рыночных агентов, производящих ликвидацию фонда. Данные издержки также ложатся на плечи пайщиков [36].

2.5 Российские реалии

О стратегиях российских управляющих компаний известно мало ввиду почти полного отсутствия исследований. Одной из работ является статья Иноземцева, Симонова и Горяева [36], в которой авторы исследуют закрытие паевых фондов и УК в России. Интересной особенностью российской индустрии является тот факт, что в 70% случаев паевые фонды ликвидируются в связи с закрытием всей УК. Ликвидируемые УК являются молодыми, характеризуются малыми размерами активов под управлением, низкой относительной доходностью и высоким оттоком активов. В связи с высокими рисками инвестирования в потенциально ликвидируемые фонды, авторы рекомендуют поглощать нежизнеспособные УК более стабильными игроками на рынке. Приобретенные таким образом фонды так же следует сохранять либо сливать с другими фондами УК. Эти меры помогут консолидировать активы у крупных, финансово стабильных игроков, что позволит снизить риски текущих и потенциальных инвесторов.

Другим дополнительным риском для инвесторов может являться использование управляющей компанией стратегий кросс-субсидирования своих фондов. Согласно приведенному выше обзору, для этого могут быть использованы преференциальное распределение IPO и противоположные сделки. Возможности использования IPO в качестве механизма кросс-субсидирования российскими УК сильно ограничены. Во-первых, российские институциональные инвесторы имеют лишь ограниченный доступ к букингу IPO зарубежных эмитентов, наиболее «горячие» из которых достаются иностранным инвесторам. Во-вторых, согласно существующей научной литературе [37,38], средняя доходность IPO российских эмитентов в период с 1996 по 2010 г. составила всего 4.2%, что существенно ниже аналогичных показателей многих развитых стран (США в период 1960-2008 г. – 16.9%, Франция в 1983-2006 г. – 10.2%,

Великобритания в 1959-2008 г. – 16.3%, Бразилия в 1979-2006 г. – 48.7%)¹⁸. Общим тезисом приведенных выше статей является существенная переоцененность российских эмитентов во время букинга IPO, что не позволяет получить существенной выгоды от торгов первого дня. Это подтвердили и представители российской индустрии.

Наличие и частоту противоположных сделок в российской индустрии паевых фондов достаточно тяжело оценить ввиду отсутствия данных по торгам паевых фондов. Согласно российскому законодательству паевые фонды одной УК имеют право продавать ценные бумаги друг другу, о чем свидетельствуют следующие выдержки из статьи 40 Федерального закона от 29.11.2001 N156-ФЗ¹⁹.

1. Управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего активами акционерного инвестиционного фонда или активами паевого инвестиционного фонда либо осуществляя функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, не вправе совершать следующие сделки или давать поручения на совершение следующих сделок:

6) по приобретению имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, и имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьей;

7) по отчуждению имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда или паевой инвестиционный фонд, в состав имущества, находящегося у нее в доверительном управлении по иным договорам, или в состав имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьей;

¹⁸ Все данные взяты со статьи А.В. Напольного, 2010, стр. 66.

¹⁹ Взято с ресурса <http://www.consultant.ru/>

4. Ограничения на совершение сделок, установленные подпунктами 6, 7, 9 и 10 пункта 1 настоящей статьи, не применяются, если:

1) сделки с ценными бумагами совершаются на организованных торгах на основе заявок на покупку (продажу) по наилучшим из указанных в них ценам при условии, что заявки адресованы всем участникам торгов и информация, позволяющая идентифицировать подавших заявки участников торгов, не раскрывается в ходе торгов другим участникам;

2) сделки совершаются с ценными бумагами, входящими в состав паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого могут быть обменены на инвестиционные паи другого фонда, в состав которого приобретаются указанные ценные бумаги.

Из законодательства следует, что противоположные сделки между фондами возможны либо при условии проведения их на бирже, либо напрямую между фондами, чьи паи могут быть конвертированы между собой. Конвертация паев открытых фондов не является редкостью. В частности, паи почти всех фондов акций и смешанных фондов УК Сбербанка могут быть конвертированы между собой на основании заявок на их обмен²⁰.

Таким образом, противоположные сделки в России могут совершаться фондами напрямую в рамках внебиржевых сделок. Данную информацию подтвердили профессиональные управляющие паевыми фонда. Потенциал противоположных сделок, как механизма для кросс-субсидирования, можно оценить по величине допустимого отклонения цены внебиржевых сделок от биржевой цены инструмента. Согласно информации, полученной от представителей индустрии, допустимое отклонение стоимости ценной бумаги, торгуемой на бирже, во внебиржевых сделках между паевыми фондами составляет $\pm 5\%$ от максимального дневного биржевого спреда ее рыночной цены. Под максимальным дневным биржевым спредом

²⁰ Из правил доверительного управления фондов УК Сбербанка, <https://www.sberbank.ru/ru/person/investments/pif>

понимается диапазон цен от минимальной до максимальной за данный торговый день. Центральный депозитарий занимается мониторингом цен внебиржевых сделок.

Для проверки соответствия реальных сделок приведенному выше ограничению, я воспользовался данными московской биржи по внебиржевым сделкам. На сайте московской биржи²¹ можно найти информацию о внебиржевых сделках, предоставляемых участниками рынка: брокерами, дилерами, управляющими, акционерными инвестиционными фондами, управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. Данные по сделкам предоставляются в агрегированном виде с указанием средней расчетной цены, объемов сделок за день и т.д. Агрегированные данные предоставляются отдельно по сделкам, отчет по которым был получен во время торговой сессии, и по сделкам, информация о которых поступила между сессиями. Ввиду того, что информация о заключенной сделке должна предоставляться в течение 1 часа после факта ее заключения²², я рассматриваю все сделки, независимо от того, когда поступила информация о сделке. Мной рассматриваются лишь сделки со сроком исполнения до 5 дней, на основании которых приобретаются не более 5% ценных бумаг эмитента.

Составив список из 15 самых ликвидных акций на российском фондовом рынке²³, я воспользовался данными по биржевым торгам выбранных инструментов²⁴. По каждому из инструментов я очистил данные по внебиржевым сделкам от очевидных выбросов и построил величину относительного отклонения цены внебиржевых сделок от максимального биржевого спреда за день, как долю от средней цены за день. Для случаев, когда цена внебиржевых сделок превосходит максимальную биржевую цену за день, формула выглядит следующим образом:

²¹ Источник <http://moex.com/ru/expit/trades.aspx>

²² Положение о предоставлении информации о заключении сделок: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_64648/.

²³ Уровень ликвидности согласно источнику <http://stocks.investfunds.ru/stocks/>.

²⁴ Данные взяты с сайта <http://www.finanz.ru>.

$$r_{dev}^{up} = \frac{(P_{otc} - P_{max})}{\frac{P_{max} + P_{min}}{2}} \quad (7)$$

Для случаев, когда цена внебиржевых сделок меньше минимальной биржевой цены за день, формула выглядит следующим образом:

$$r_{dev}^{down} = \frac{(P_{min} - P_{otc})}{\frac{P_{max} + P_{min}}{2}}, \quad (8)$$

где r_{dev}^{up} – отклонение цены внебиржевых сделок вверх, r_{dev}^{down} – отклонение цены внебиржевых сделок вниз, P_{otc} – средняя расчетная цена внебиржевых сделок, P_{max} – максимальная биржевая цена инструмента за торговую сессию и P_{min} – минимальная биржевая цена инструмента за торговую сессию. Полученная переменная была так же очищена от выбросов на уровне 1-ой и 99-ой перцентилей.

Таблица 23 – Описательная статистика отклонения цены внебиржевых сделок от максимального дневного биржевого спреда по всем высоколиквидным акциям российских эмитентов. Оба вида отклонений рассматриваются вместе

Компания	Тиккер	Медиана	Среднее	N	Частота отклонений	Кол-во наблюдений с ОТС
ВТБ, ао	VTBR	7.52%	6.90%	1917	57%	3335
Газпром, ао	GAZP	0.82%	1.96%	660	16%	4123
ГМК Норильский никель, ао	GMKN	1.51%	2.29%	600	17%	3621
ИНТЕР РАО, ао	IRAO	1.26%	1.77%	81	10%	782
Лукойл, ао	LKOH	0.77%	1.61%	497	14%	3640
Магнит, ао	MGNT	0.42%	1.03%	284	10%	2780
Мечел, ао	MTLR	0.85%	2.02%	131	6%	2226
Московская Биржа, ао	MOEX	0.43%	1.02%	167	13%	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, ао	NLMK	5.38%	6.58%	819	27%	3019
Роснефть, ао	ROSN	1.12%	1.74%	434	11%	3845
Россети, ао	RSTI	0.70%	2.10%	31	3%	1057
РусГидро, ао	HYDR	0.70%	2.12%	425	14%	3110
Сбербанк России, ао	SBER	0.90%	2.87%	473	12%	4029
Сургутнефтегаз, ап	SNGSP	0.84%	1.53%	779	21%	3715
ФСК ЕЭС, ао	FEES	1.55%	2.48%	651	18%	3554

Источник: рассчитано авторами.

В таблице 23 представлена общая описательная статистика обоих видов отклонений цены внебиржевых сделок для рассматриваемых инструментов. Как видно из таблицы, акции различаются как по частоте отклонений, так и по ее величине. Безусловная вероятность отклонения цены внебиржевых сделок по обыкновенным акциям Россети составляет всего 3%, тогда как максимальное значение достигается для акций ВТБ - 57%. Медианное значение отклонений варьируется в диапазоне [0.42%, 7.52%] в зависимости от инструмента, среднее значение – в диапазоне [1.02%, 6.90%]. Лишь два инструмента имеют среднее отклонение выше 5% - максимально допустимое центральным депозитарием. Это обыкновенные акции ВТБ и Новолипецкого металлургического комбината (НМК), 6.90% и 6.58% соответственно.

Ниже в таблице 24 приведена описательная статистика отдельно для случаев отклонения цены выше максимальной (отклонение вверх) и ниже минимальной (отклонение вниз) биржевой цены за день. Полученные результаты свидетельствуют о том, что распределение отклонений вверх и вниз варьируется от инструмента к инструменту. Так, вышеупомянутые акции ВТБ склонны чаще отклоняться вверх, в то время как акции НМК – вниз. Медианное и среднее отклонение вверх акций ВТБ составляет 7.59% и 7.22% соответственно, что существенно превышает пороговое значение в 5%. Аналогичные показатели для акций НМК составляют 5.87% и 6.97% соответственно. Интересно отметить, что для некоторых инструментов величина отклонения вверх существенно отличается от величины отклонения вниз.

Рассматриваемые внебиржевые сделки имеют срок исполнения до 5 дней. В периоды высокой волатильности рынка участники могут пытаться учесть эту волатильность в цене торгуемого инструмента. Последнее может частично или полностью объяснить величину отклонения цены внебиржевых сделок от рыночной. Для проверки этого утверждения для каждой акции была построена мера рыночного риска бумаги, как стандартное отклонение доходности на месячном скользящем окне. Были использованы дневные данные по биржевой доходности

Таблица 24 – Описательная статистика отклонения цены внебиржевых сделок от максимального дневного биржевого спреда для случаев отклонения цены выше максимальной (отклонение вверх) и ниже минимальной (отклонение вниз) биржевой цены за день по всем высоколиквидным акциям российских эмитентов

Компания	Тиккер	Отклонение вверх			Отклонение вниз			Кол-во наблюдений с ОТС
		Медиана	Среднее	N	Медиана	Среднее	N	
ВТБ, ао	VTBR	7.59%	7.22%	1801	0.65%	1.94%	116	3335
Газпром, ао	GAZP	0.55%	4.95%	66	0.87%	1.63%	594	4123
ГМК Норильский никель, ао	GMKN	0.48%	1.22%	86	1.72%	2.47%	514	3,621
ИНТЕР РАО, ао	IRAO	1.07%	1.26%	28	1.29%	2.04%	53	782
Лукойл, ао	LKOH	0.50%	0.76%	118	0.99%	1.88%	379	3640
Магнит, ао	MGNT	0.43%	0.87%	101	0.42%	1.12%	183	2780
Мечел, ао	MTLR	0.96%	1.24%	50	0.80%	2.50%	81	2226
Московская Биржа, ао	MOEX	0.41%	1.05%	84	0.44%	0.98%	83	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, ао	NLMK	1.95%	2.92%	82	5.87%	6.97%	738	3019
Роснефть, ао	ROSN	1.16%	1.40%	170	1.10%	1.96%	264	3845
Россети, ао	RSTI	0.64%	2.18%	8	0.82%	2.07%	23	1057
РусГидро, ао	HYDR	0.64%	1.37%	187	0.81%	2.71%	238	3110
Сбербанк России, ао	SBER	0.40%	3.32%	96	1.14%	2.75%	377	4029
Сургутнефтегаз, ап	SNGSP	1.03%	1.59%	423	0.60%	1.44%	356	3715
ФСК ЕЭС, ао	FEES	1.73%	2.17%	348	1.40%	2.83%	303	3554

Источник: рассчитано авторами.

В таблице 25 приведен сравнительный анализ рыночного риска по каждому из инструментов для дней, когда цена внебиржевых сделок отклонялась от биржевого спреда, и дней, когда отклонений не было. Гипотеза о равенстве средних значений риска тестируется, используя t-test. Для семи из пятнадцати рассматриваемых инструментов средние уровни рыночного риска в дни отклонения внебиржевой цены статистически значимо отличаются от рыночного риска при отсутствии отклонений на 5% уровне значимости. Уровень рыночного риска выше в дни отклонения для следующих инструментов: акции ВТБ, Лукойла и Сургутнефтегаза. Последнее может свидетельствовать о том, что участники рынка учитывают текущую чрезмерную волатильность инструмента при формировании цены внебиржевых сделок. В то же время средний рыночный риск акций Газпрома, ГМК Норильского никеля, Роснефти и ФСК ЕЭС в дни отклонения статистически значимо ниже. Это говорит о том, что варьирование рыночного риска не может объяснить формирование цены внебиржевых сделок по этим инструментам. В частности, для акций НМК,

внебиржевые сделки по которым в среднем отклоняются на 6.58% от биржевого спреда, я не смог выявить различий в среднем уровне рыночного риска.

Приведенный выше анализ свидетельствует о том, что варьирование рыночного риска не позволяет мне объяснить наличие отклонения внебиржевой цены для многих инструментов. Следующим шагом стало исследование связи величины отклонения внебиржевой цены и рыночного риска. Для этого по каждому из инструментов была посчитана корреляция отклонения цены внебиржевых сделок и величины рыночного риска, условно на наличие отклонения внебиржевой цены инструмента от биржевого спреда. Если рыночный риск является существенным фактором при формировании цены внебиржевых сделок, то следует ожидать наличие положительной корреляции между этими величинами. Результаты представлены в таблице 25. Полученная корреляция варьируется в диапазоне $[-0.19, 0.31]$, при этом для большинства инструментов корреляция близка к нулю.

Таблица 25 – Анализ влияния рыночного риска на наличие и величину отклонения цены внебиржевых сделок

Компания	Тиккер	Разница рыночного риска	Разница рыночного риска, P-value t-test	Корреляция отклонения и рыночного риска	N	Кол-во наблюдений с ОТС
ВТБ, ао	VTBR	0.38%	0.00	0.10	1917	3335
Газпром, ао	GAZP	-0.21%	0.00	0.06	660	4123
ГМК Норильский никель, ао	GMKN	-0.11%	0.00	0.02	600	3621
ИНТЕР РАО, ао	IRAO	0.17%	0.08	-0.05	81	782
Лукойл, ао	LKOH	0.05%	0.04	0.13	497	3640
Магнит, ао	MGNT	0.07%	0.08	0.21	284	2780
Мечел, ао	MTLR	-0.27%	0.24	0.31	131	2226
Московская Биржа, ао	MOEX	0.00%	0.93	0.11	167	1295
Новолипецкий металлургический комбинат, ао	NLMK	0.01%	0.85	-0.19	819	3019
Роснефть, ао	ROSN	-0.14%	0.00	-0.06	434	3845
Россети, ао	RSTI	0.40%	0.08	0.26	31	1057
РусГидро, ао	HYDR	0.08%	0.05	-0.07	425	3110
Сбербанк России, ао	SBER	0.03%	0.45	0.04	473	4029
Сургутнефтегаз, ап	SNGSP	0.59%	0.00	0.01	779	3715
ФСК ЕЭС, ао	FEES	-0.12%	0.01	-0.08	651	3554

Источник: рассчитано авторами.

2.6 Вывод

Данное эмпирическое исследование имеет важное ограничение: рассматриваются торги всех институциональных инвесторов. К сожалению, ввиду особенности данных, у меня нет возможности отделить торги управляющих компаний от сделок остальных институциональных игроков. В то же время полученные результаты говорят о необходимости дальнейшего исследования наличия кросс-субсидирования в России с использованием более аккуратных данных и методологий. Резюмируя полученные результаты, можно сказать, что цена внебиржевых сделок может существенно отличаться от биржевой цены инструмента. При этом отклонение цены по некоторым высоколиквидным инструментам может существенно превосходить пороговое значение в 5%. Наличие отклонения цены биржевых сделок слабо объясняется варьированием величины рыночного риска инструмента, в то время как величина отклонения и вовсе ею не объясняется. Таким образом, внебиржевые сделки в России потенциально могут быть использованы для совершения противоположных сделок между паевыми фондами одной управляющей компании с целью кросс-субсидирования наиболее значимых для УК фондов. Вопрос ценообразования внебиржевых сделок остается открытым.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данное исследование преследует две цели. Первой целью является предупреждение пайщиков и потенциальных инвесторов о дополнительных рисках инвестирования в паевые фонды. Многие потенциальные инвесторы, принимая решение об инвестировании, могут руководствоваться лишь основными характеристиками фондов и управляющих компаний. Однако помимо очевидных рисков, инвестирование в паевые фонды подразумевает множество дополнительных, навязанных управляющими компаниями ввиду принимаемых ими стратегических решений. Пайщики всегда должны помнить о том, что управляющая компания играет в свою игру, ее интересы в которой могут сильно отличаться от интересов пайщиков.

Второй целью данного исследования является консолидация для регулирующих органов научно обоснованных фактов об особенностях функционирования и стратегического развития УК. Это поможет привлечь большее внимание регулятора к проблемам индустрии во всем мире и, в частности, на недостатки российского рынка паевых фондов. Недопущение или ограничение возможностей применения многих из обсужденных стратегий позволит защитить интересы потенциальных инвесторов, оградить их от трудно оцениваемых рисков и сделать инвестирование более прозрачным.

Российская индустрия паевых фондов сильно отстает в своем развитии, как на фоне развитых стран, так и на фоне развивающихся [36]. Перед ней сейчас стоят серьезные вопросы развития и популяризации своих продуктов, решение которых, как хотелось бы верить, поможет развить фондовый рынок России. Однако рост и развитие будут невозможны или затруднены без решения вопросов, связанных с защитой интересов инвесторов. Без должной защиты интересов не будет доверия. Без доверия не будет и инвесторов.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Keswani A., Miguel A.M., and Ramos S.B. Mutual Fund Size versus Fees: When big boys become bad boys // FMA-2016 working paper, 2016.
2. Gil-Bazo J., Ruiz-Verdú P. When cheaper is better: Fee determination in the market for equity mutual funds // Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 67, No. 3-4, 2008. pp. 871-885.
3. Berk J.B., Green R.C. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets // Journal of Political Economy, Vol. 112, No. 6, 2004.
4. Berk J.B., van Binsberger J.H. Measuring Managerial Skill in the Mutual Fund Industry // NBER working paper series, 2012.
5. Fama E.F., French K.R. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns // The Journal of Finance, Vol. 65, No. 5, 2010.
6. Khorana A., Servaes H., and Tufano P. Mutual fund fees around the world // Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 3, 2009. pp. 1279-1310.
7. Cremers M., Ferreira M., Matos P., and Starks L. Indexing and active fund management: International evidence // Journal of Financial Economics, Vol. 120, No. 3, 2016. pp. 539-560.
8. Cremers M., Petajisto A. How active is your fund manager? A new measure that predicts performance // Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 9, 2009. pp. 3329-3365.
9. Abramov A., Akshentseva K. Determinants of mutual funds performance in Russia // Journal of Corporate Finance Research, Vol. 34, No. 2, 2015. pp. 37-53.
10. Tarassov E.B. ETF: history, working mechanism, academic literature review and research perspectives // Journal of Corporate Finance Research, Vol. 38, No. 2, 2016. pp. 89-108.
11. Tarassov E.B. The russian ETF puzzle // Algorithmic Finance, 2017.
12. Tarassov E.B. The index funds rationality paradox and categorical thinking // HSE Working Paper, 2017.
13. Alexander G.J., Jones J.D., and Nigro P.J. Mutual fund shareholders: Characteristics,

- investor knowledge, and sources of information // E&PA Working Paper 97-13, 1997.
14. Иноземцев Э.В. Закулисные игры управляющих компаний // Экономический журнал ВШЭ, Т. 212, 2017.
 15. Chevalier J., Ellison G. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives // The Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 6, 1997. pp. 1167-1200.
 16. Huang J., Sialm C., and Zhang H. Risk Shifting and Mutual Fund Performance // The Review of Financial Studies, 2011.
 17. Ivkovic Z., Weisbrenner S. Individual investors mutual fund flows // Journal of Financial Economics, No. 92, 2009. pp. 223-237.
 18. Malkiel B.G. Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991 // Journal of Finance, Vol. 50, No. 2, 1995. pp. 549-572.
 19. Chevalier J., Ellison G. Career Concerns of Mutual Fund Managers // The Quarterly Journal of Economics, No. 114, 1999. pp. 389-432.
 20. Khorana A., Servaes H. What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry? // Review of Finance, Vol. 16, No. 1, 2012. pp. 81-113.
 21. Cooper M.J., Gulen H., and Rau P.R. Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows // The Journal of Finance, Vol. 50, No. 6, 2005.
 22. Nanda V., Wang Z.J., and Zheng L. Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families // Review of Financial Studies, Vol. 17, 2004. pp. 667-698.
 23. Gaspar J.M., Massa M., and Matos P. Favoritism in mutual fund families? evidence on strategic cross-fund subsidization // The Journal of Finance, Vol. 61, 2006. pp. 73-104.
 24. Cohen R.B., Polk C., and Silli B. Best Ideas // Working paper, 2010.
 25. Ritter J., Welch I. A review of IPO activity, pricing, and allocations // Journal of Finance, Vol. 57, 2002. pp. 1795-1828.
 26. Wang P. Portfolio Pumping in Mutual Fund Families // SSRN, No. 2933600, 2017.
 27. Luo J., Qiao Z. Understanding Mutual Fund Families' Acquisitions of Fund Sponsorships // Working Paper, 2012.
 28. Luo M., Manconi A., and Schumacher D. Are Investors for Sale? Evidence from

- Financial Mergers // Working Paper, 2016.
29. Ivkovic Z., Inozentsev E., and Simonov A. Groomed for Sale // Working Paper, 2016.
30. Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю. Заккрытие паевых фондов внутри управляющей компании // Экономический журнал ВШЭ, Т. 20, № 2, 2016. С. 311–336.
31. Jayaraman N., Khorana A., and Nelling E. An analysis of the determinants and shareholder wealth effects of mutual fund mergers // The Journal of Finance, Vol. 57, 2002. pp. 1521-1551.
32. Ding B. Mutual fund mergers: A long-term analysis // Working paper, 2006.
33. Zhao X. Exit decision in the U.S. mutual fund industry // Journal of Business, Vol. 78, 2005. pp. 1365-1401.
34. Shlanger T., Phillips C.B. The mutual fund graveyard: an analysis of dead funds // Vanguard research series, 2013.
35. Boubakri N., Karoui A., and Kooli M. Performance and Survival of Mutual Fund Mergers: Evidence from Frequent and Infrequent Acquirers // SSRN, 2012.
36. Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю., Горяев А.П. Заккрытие паевых фондов в России // Экономический журнал ВШЭ, Т. 20, № 1, 2016. С. 129–155.
37. Напольнов А.В. Краткосрочная и среднесрочная доходность первичных публичных размещений акций российских компаний // Рынок ценных бумаг, Финансы и кредит, № 45 (429), 2010.
38. Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний // Экономическое развитие России, Т. 19, № 11, 2012.