

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

Абрамов А.Е., Акшенцева К.С.

Развитие коллективных инвестиций в России

Москва 2014

Аннотация. Цель настоящей работы – выявление основных факторов, влияющих на экономику открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, для управления процессом повышения эффективности деятельности и конкурентоспособности коллективных инвестиций в России.

Исследование проведено на основе данных финансовой отчетности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и информационного ресурса Национальной лиги управляющих (НЛУ) по 709 открытым и интервальным ПИФам за период 2000-2012 гг., в том числе 535 фондам, которые продолжали работать в 2012 г.

Анализ факторов, влияющих на избыточную доходность открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, баланс продаж паев, размеры вознаграждений управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами показал, что, несмотря на малые масштабы отрасли коллективных инвестиций, российские взаимные фонды следуют многим закономерностям, характерным для аналогичных фондов в других странах мира. Повышение масштаба деятельности и сокращение издержек по управлению ОиИПИФ являются наиболее значимыми резервами повышения доходности их портфелей. Низкая конкурентоспособность и недостаточные размеры ОиИПИФ во многом обусловлены недостатками в сфере регулирования.

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2013 год.

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

ВЭФ – Всемирный экономический форум

Взаимные фонды – открытые (взаимные) фонды в США, UCITS в Европе, открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды в России

ГУК – Государственная управляющая компания, функции которой на основании законодательства выполняет ВЭБ

ИИС – индивидуальные инвестиционные счета, которые предлагается ввести в России

НДФЛ – налог на доходы физических лиц

НПФ – негосударственный пенсионный фонд в России

ОИИПИФ – открытый и интервальный паевой инвестиционный фонд (он же - взаимный фонд)

ПИФ – паевой инвестиционный фонд

ПФР – Пенсионный фонд России

СЧА – стоимость чистых активов

СФР – Служба Банка России по финансовым рынкам – правопреемница ФСФР России

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам России

ЦБ – центральный банк

EFAMA (European Fund and Asset Management Association) – Европейская ассоциация инвестиционных фондов и доверительных управляющих

ETF (Exchange-Traded Fund) – биржевой инвестиционный фонд

UCITS (Undertakings for collective investment in transferable securities) – взаимные (открытые) фонды в странах ЕС

WDI (World Development Indicators) - информационный ресурс Всемирного банка

Содержание

Обозначения и сокращения	3
Введение	5-7
1. Потенциал и риски коллективных инвестиций в России	8-21
2. Анализ долгосрочной доходности паевых инвестиционных фондов и эффективности услуг портфельных управляющих	21-28
3. Факторы, влияющие на избыточную доходность паевых инвестиционных фондов	28-46
4. Факторы, влияющие на потоки средств частных инвесторов в паевых инвестиционных фондах	46-57
5. Факторы, влияющие на размер вознаграждения управляющих компаний	58-63
6. Основные факторы, препятствующие развитию коллективных инвестиций в России	64-66
7. Оценка действующего порядка регулирования, надзора и политики развития в сфере коллективных инвестиций в России	66-68
Заключение	69-70
Список литературы	71-72
Приложения	73-91

Введение

В 2012 г. суммарный объем активов взаимных фондов в мире достиг почти 28 трлн. долл., или 42% мирового ВВП. В России активы открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, которые мы также будем называть «взаимными фондами», едва достигли 3,5 млрд. долл., что составляет лишь 0,2% ВВП.

Первые взаимные фонды в России появились в 1996 г. однако в настоящее время данный сегмент отрасли коллективных инвестиций переживает сложный этап своего развития. Это обусловлено комплексом объективных и субъективных факторов, среди которых можно выделить общую слабость институтов долгосрочных частных сбережений в России; высокую волатильность инвестиционных активов, слабый уровень учета и защиты интересов частных лиц на внутреннем фондовом рынке; недостаточный уровень интеграционных процессов и инновационной активности в самой отрасли; недостаточное качество и неразвитую культуру регулирования.

Российская отрасль коллективных инвестиций ограничено представлена во внутренних и зарубежных академических исследованиях. Особенно это касается проблем экономики взаимных фондов. Между тем, именно на основе публикаций в академической среде во многом формируется отношение к взаимным фондам со стороны иностранных и внутренних инвесторов, представителей органов регулирования и надзора и происходит формирование инновационных идей и предложений.

В нашем исследовании мы попытались сделать небольшой шаг на пути восполнения данных пробелов. Целью исследования является выявление основных факторов, влияющих на экономику открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, которые необходимо учитывать для управления процессом повышения эффективности деятельности взаимных фондов и их конкурентоспособности.

Исследование проведено на основе данных финансовой отчетности управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами, собранной за несколько лет в интернет-представительствах управляющих компаний, а также данных информационного ресурса Национальной лиги управляющих (НЛУ). Всего удалось собрать данные по 709 открытым и интервальным ПИФам за период 2000-2012 гг., в том числе 535 фондам, которые продолжали работать в 2012 г. Отдельно изучались две группы взаимных фондов: ОиИПИФы акций, индексные фонды и ОиИПИФы облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций.

На основании проведенного анализа в работе были сформулированы следующие выводы. Во взаимные фонды не поступает достаточно средств от частных инвесторов и негосударственных пенсионных фондов. Это обусловлено отсутствием привлекательных механизмов для долгосрочных добровольных сбережений граждан в пенсионных планах и в страховых продуктах. Из-за ограниченности факторов роста стоимости чистых активов российские взаимные фонды являются мелкими, что не позволяет реализоваться эффектам масштаба деятельности. Действующее регулирование не способствует укрупнению паевых инвестиционных фондов и развитию конкуренции в сфере коллективных инвестиций. С наступлением кризиса и без того высокие издержки инвесторов по управлению взаимными фондами стали еще выше.

В исследовании были рассмотрены проблемы долгосрочной и избыточной доходности разных групп ОиИПИФ. На примере ОиИПИФ акций и индексных фондов нами получено подтверждение выводов Фамы и Фрэнча (2009) о том, что совокупный портфель всех взаимных фондов, как правило, не создает позитивную «альфу», то есть прибавку к рыночной доходности, обусловленную профессионализмом управляющих инвестициями. Обычно альфа в среднем по отрасли коллективных инвестиций является отрицательной и соответствует среднему вознаграждению за управление взаимными фондами. По нашему мнению, данный вывод не является свидетельством против взаимных фондов, а позволяет лучше понять их предназначение для инвесторов. Взаимные фонды в целом не отбирают избыточную прибыль у других категорий участников, например, частных инвесторов. Иначе это бы разрушало сам рынок как явление, закрывая его, для входа новичков. Главное предназначение взаимных фондов заключается в облегчении и удешевлении для инвесторов инвестиций в рискованные активы за счет эффекта масштаба деятельности, передачи функций по инвестированию и мониторингу профессионалам, лучшей диверсификации портфеля и т.п. За счет этого инвесторы получают дополнительную доходность, а на рынок поступают новые активы.

За период 2001-2012 гг. средняя простая доходность по совокупному портфелю ОиИПИФ разных категорий выигрывает у инфляции, но заметно проигрывает фондовому индексу ММВБ. Существенно сократить отставание доходности совокупного портфеля ОиИПИФ от индекса могли бы помочь повышение масштаба (размеров) ПИФов и снижения общего уровня расходов по управлению фондами.

Отдельно в исследовании были рассмотрены проблемы избыточной доходности ОиИПИФ акций, рассчитываемой на основе базисной доходности, определенной с помощью 4х факторной модели Кархарда. Согласно данной модели взаимные фонды в России не создают положительную надбавку к доходности, обусловленную профессионализмом управляющих. Такая ситуация, как мы отмечали выше, не является сигналом плохой работы фондов в России. Близкие значения альфа в среднем имеют фонды в Германии, Швеции и США. Однако, объясняющая сила показателей 4х факторной модели на российском рынке достаточно низкая. Значение коэффициента детерминации в данных регрессиях не превышало уровня 8%.

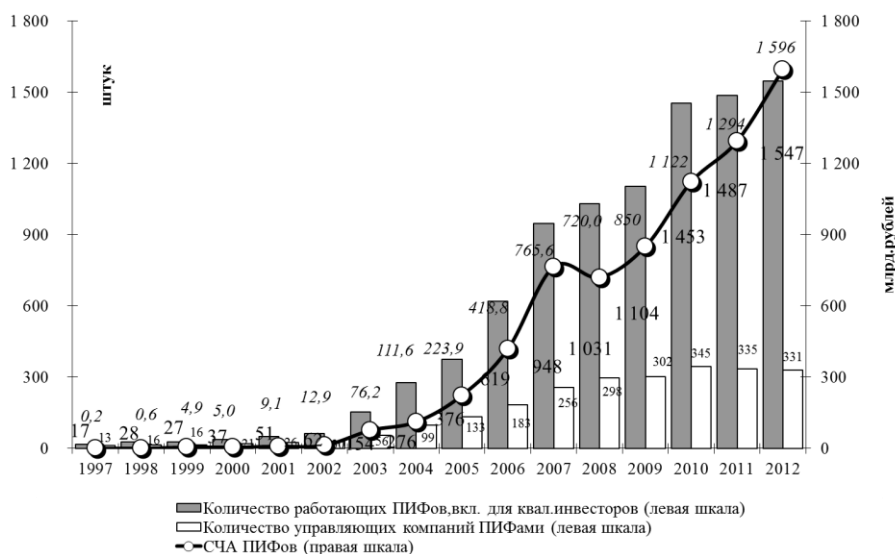
Основным выводом, который можно сделать на основе анализа факторов избыточной доходности и баланса продаж ОиИПИФ, является тот факт, что российские паевые фонды и их инвесторы во многом следуют тем же закономерностям, что и их зарубежные аналоги. Это говорит о том, что отрасль коллективных инвестиций в нашей стране в целом на должном уровне выполняет те же функции по снижению издержек инвестирования в рискованные активы для частных и институциональных инвесторов, которые выполняют взаимные фонды во всем мире. Этим паевые фонды уже доказали свою необходимость и полезность на российском финансовом рынке.

Российские частные инвесторы, несмотря на более короткий горизонт их стратегий, стремятся следовать стандартам разумного инвестирования и вполне серьезно относятся к рыночным ПИФам как объекту сбережений. Однако количественные и качественные характеристики продаж паев взаимных фондов в России еще далеки от совершенства. Действующая в России система дистрибуции паев является одним из основных ограничителей развития коллективных инвестиций и принципов разумного инвестирования. Основной ее изъян в том, что она не дает возможности беспрепятственно переключать инвестиции частных инвесторов между открытыми и интервальными ПИФами разных компаний. Плохо обстоит дело с аналитикой, информационно-аналитическими ресурсами о взаимных фондах.

Настоящий препринт был написан на основе научно-исследовательской работы на тему «Регулирование, надзор и политика развития на рынке небанковских финансовых услуг», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2013 г.

1. Потенциал и риски коллективных инвестиций в России

В 2012 г. стоимость чистых активов всех категорий ПИФов достигла 1,6 трлн руб., количество ПИФов, включая фонды для квалифицированных инвесторов, составило более 1,5 тыс. (рис.1). При этом число работающих УК с ПИФаами достигло 331.



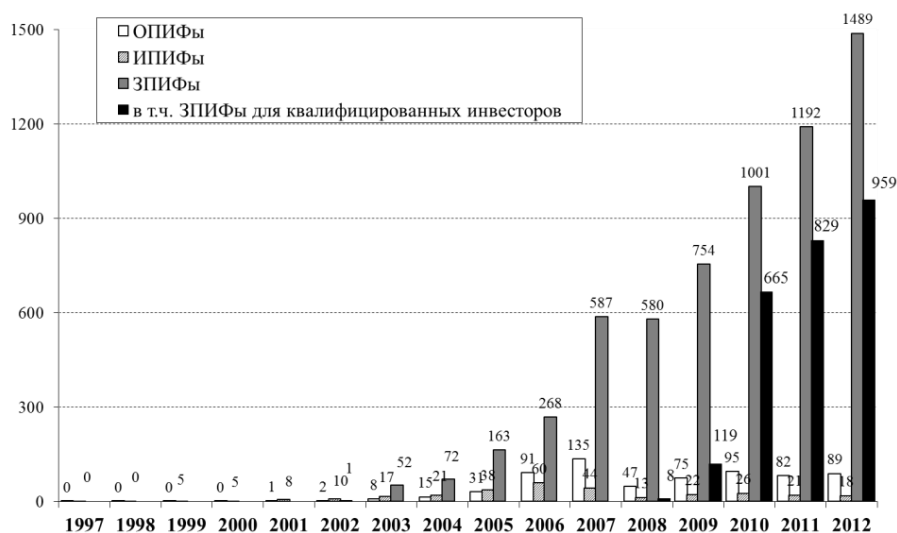
Источник: По данным НЛУ и Банка России.

Рисунок 5.1 - Рост ПИФов в России в 1997-2012 гг.

Однако если посмотреть на структуру отрасли российских паевых инвестиционных фондов (рис.2), то можно понять, что основными факторами роста коллективных инвестиций в последние годы были непрозрачные закрытые ПИФы и фонды для квалифицированных инвесторов. СЧА открытых и интервальных фондов¹, предназначенных, прежде всего, для частных инвесторов в 2012 г. составила 107 млрд руб., или 7,2% от активов ПИФов всех категорий. Данные фонды рассчитаны на обслуживание рыночных инвесторов, однако после 2007 г., они практически не растут, более того их покидают инвесторы. Отчасти, это связано с нежеланием домашних хозяйств вкладывать средства в рискованные активы, пока не возобновится стабильный рост доходности акций. По состоянию на середину ноября 2013 г. российские фондовые индексы не восстановились даже до 70% пиковых значений июня 2008 г. Однако не менее важным фактором застоя коллективных инвестиций является несовершенство механизмов работы и регулирования российских взаимных фондов, что является следствием неэффективности осуществления государством функции регулирования деятельности институциональных инвесторов. На различных обсуждениях проблем

¹Согласно международным правилам такие фонды называются взаимными. Далее по тексту данное понятие используется применительно к открытым и интервальным ПИФам (ОиИПИФ).

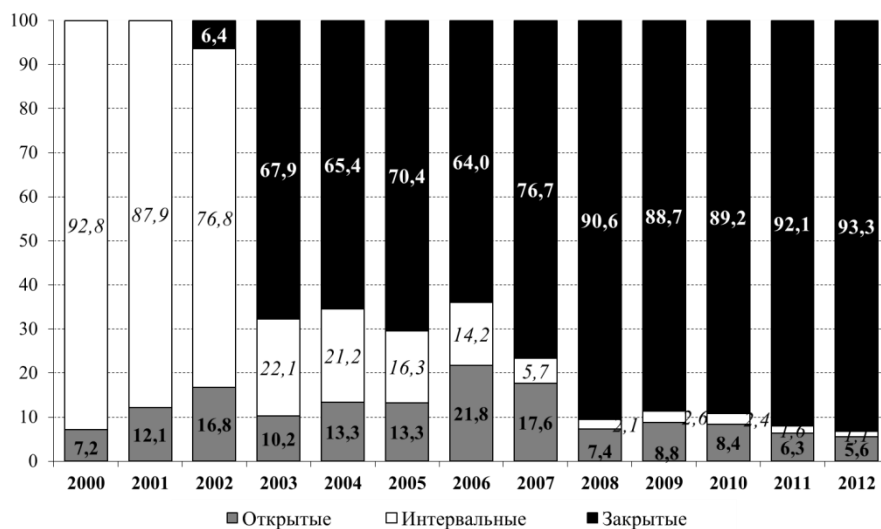
коллективных инвестиций сами участники рынка подчеркивают, что «проблема розницы – это, в первую очередь, отсутствие возможностей гибкого регулирования»².



Источник: По данным НЛУ и ФСФР России.

Рисунок 2 - Типы ПИФов, млрд руб.

В начале 2000-х гг. в структуре ПИФов преобладали интервальные и открытые фонды (рис.3). Однако в 2012 г. 93,3% стоимости активов паевых инвестиционных фондов приходились на фонды закрытые и лишь 5,6 и 1,1% - на открытые и интервальные фонды соответственно.



Источник: По данным НЛУ и Банка России.

Рисунок 3 - Типы паевых инвестиционных фондов в России, %

²Работа управляющих – управлять. Участники круглого стола НАУФОР обсуждают вызовы, стоящие перед индустрией коллективных инвестиций, и ее перспективы. Вестник НАУФОР, № 9, сентябрь 2013.

Рассмотрим проблемы, не позволяющие раскрыть потенциал российских взаимных фондов для частных инвесторов.

Проблема первая.

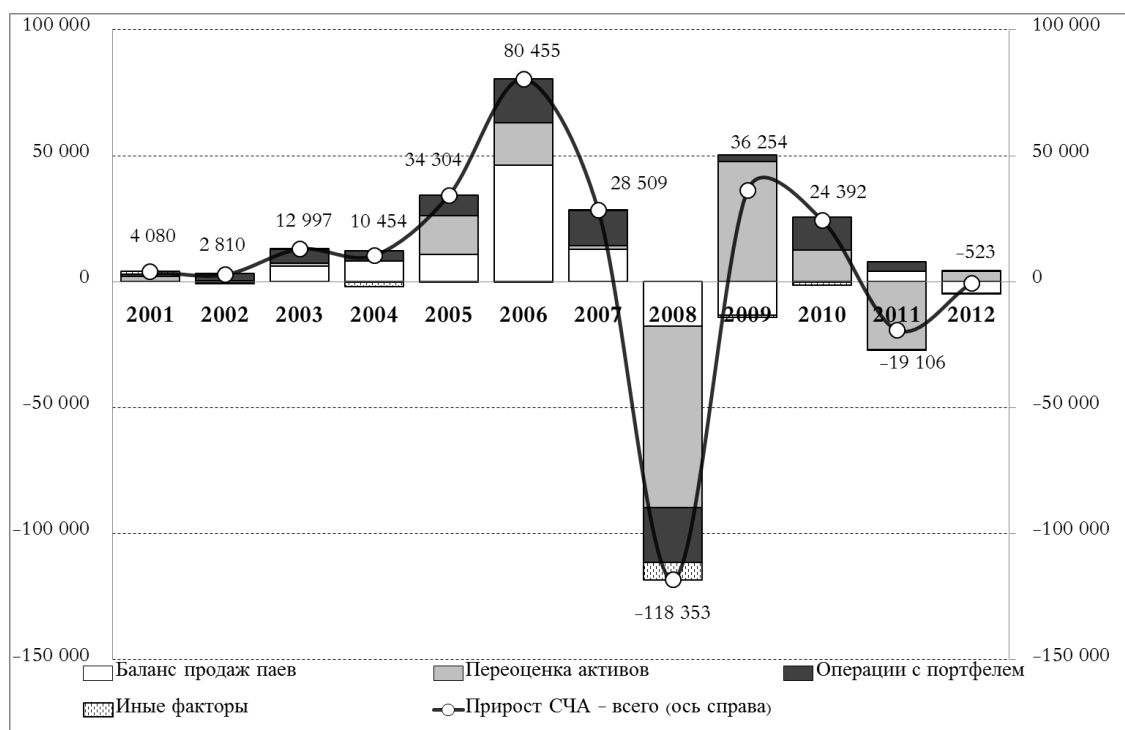
В отрасль не поступает достаточных средств от частных инвесторов и негосударственных пенсионных фондов. Нередко это объясняют тем, что открытые и интервальные ПИФы не позволяют получить дополнительную прибыль за счет фактора профессионализма управления, или, по выражению специалистов, «не создают позитивной альфы»³. По нашему мнению, генерация позитивной альфы не является целью коллективных инвестиций, точнее, совокупного портфеля всех взаимных фондов⁴. Отдача от коллективных инвестиций для инвесторов скорее заключается в экономии денежных и временных издержек при осуществлении инвестиций в рискованные активы. С этой функцией крупные российские фонды справляются даже в нынешних сложных условиях деятельности.

Проблема притока сбережений домашних хозяйств, пенсионных и страховых резервов в российские взаимные фонды обусловлены отсутствием привлекательных механизмов для долгосрочных добровольных сбережений граждан в пенсионных планах и в страховых продуктах, таких как корпоративные пенсионные планы, индивидуальные инвестиционные счета, паевые фонды страховщиков (unit-linked products), аннуитеты и др. Все указанные механизмы стимулируются за счет налоговых льгот. В России данные механизмы либо отсутствуют, либо работают неэффективно.

При отсутствии новых денег взаимные фонды в России растут преимущественно за счет роста стоимости активов, находящихся в их портфелях, и отчасти, операций с активами (рис.4). Приток средств пайщиков способствовал росту активов открытых и интервальных фондов лишь до 2006 г. в период бурного роста российского фондового рынка. В 2008-2012 гг. частные инвесторы преимущественно выводили средства из фондов. Более подробная статистика о факторах прироста СЧА взаимных фондов приведена в приложении 1.

³В CAPM моделях альфа представляет собой ту часть доходности портфеля, которая не объясняется обычной динамикой его доходности при сложившейся доходности рыночного портфеля и безрискового актива.

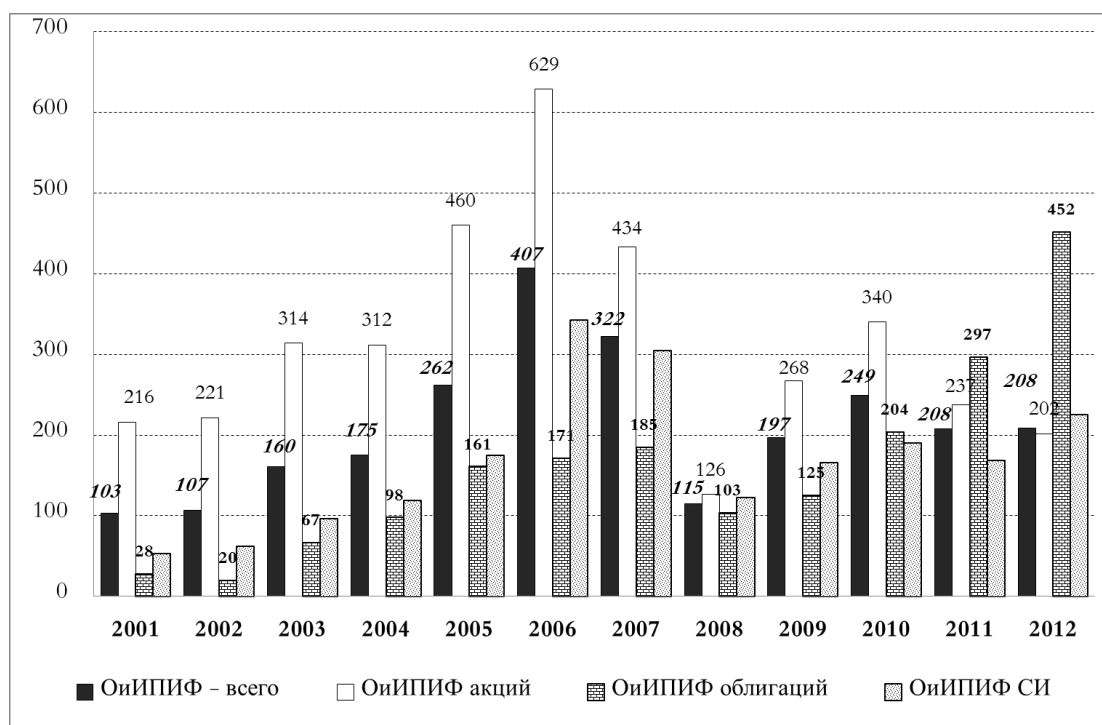
⁴Это не исключает конкуренции между взаимными фондами за альфу и способности победителей генерировать существенную избыточную доходность.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.
Рисунок 4 - Факторы прироста стоимости чистых активов ОиИПИФ в 2001-2012 гг., млн. руб.

Проблема вторая.

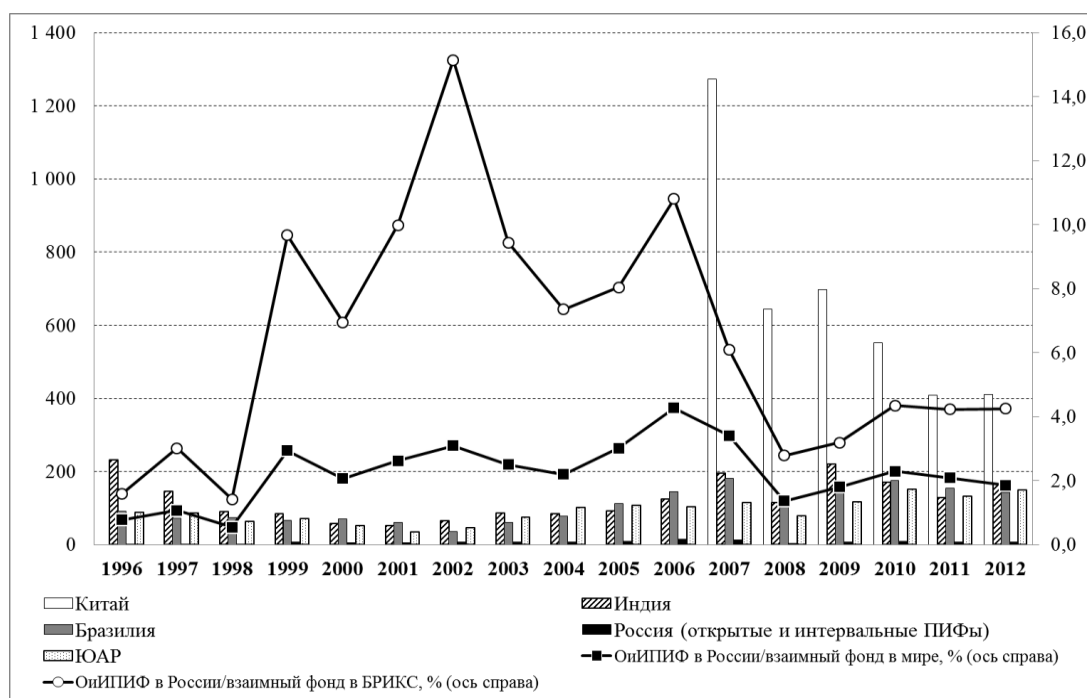
Из-за ограниченности факторов роста стоимости чистых активов российские взаимные фонды являются мелкими, и не позволяют реализоваться эффектам масштаба деятельности. Средний размер взаимного фонда со 103 млн. руб. в 2001 г. достиг пика в размере 407 млн. руб. в 2006 г., а затем опять сократился до 208 млн. руб. в 2012 г. (рис.5). Аналогичной закономерности следовал размер среднего ОиИПИФ акций. Из-за большей привлекательности менее рискованных ценных бумаг в период повышенной волатильности фондового рынка в 2008-2012 гг. привлечение средств в ПИФы облигаций и смешанных инвестиций в это время шло более успешно, чем у ПИФов акций. Поэтому средний размер взаимных фондов облигаций вырос со 125 млн. руб. в 2008 г. до 452 млн. в 2012 г.; средний размер ОиИПИФ смешанных инвестиций за то же время увеличился со 122 млн. руб. до 226 млн. руб. Подробнее статистика средних размеров разных категорий ПИФов приводится в приложении 2.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.
Рисунок 5 - Средний размер ОиИПИФ по СЧА, млн. руб.

Однако даже с учетом позитивной тенденции роста среднего размера фондов облигаций и смешанных инвестиций в 2008-2012 гг. средние размеры российских взаимных фондов являются в исключительной степени мелкими в сравнении с зарубежными аналогами. Как показано на рис. 6, средний размер российского ОиИПИФ⁵ в 2012 г. составлял лишь 4,2% от среднего размера взаимного фонда в других странах БРИКС и 1,9% от среднего размера взаимного фонда в мире. Отставание по данному критерию от стран ЕС и США, где фонды значительно крупнее, чем в среднем по миру, еще больше. То есть, размеры российских взаимных фондов не отвечают той практике и масштабам бизнеса, которые сложились за рубежом, как в развитых, так и развивающихся странах.

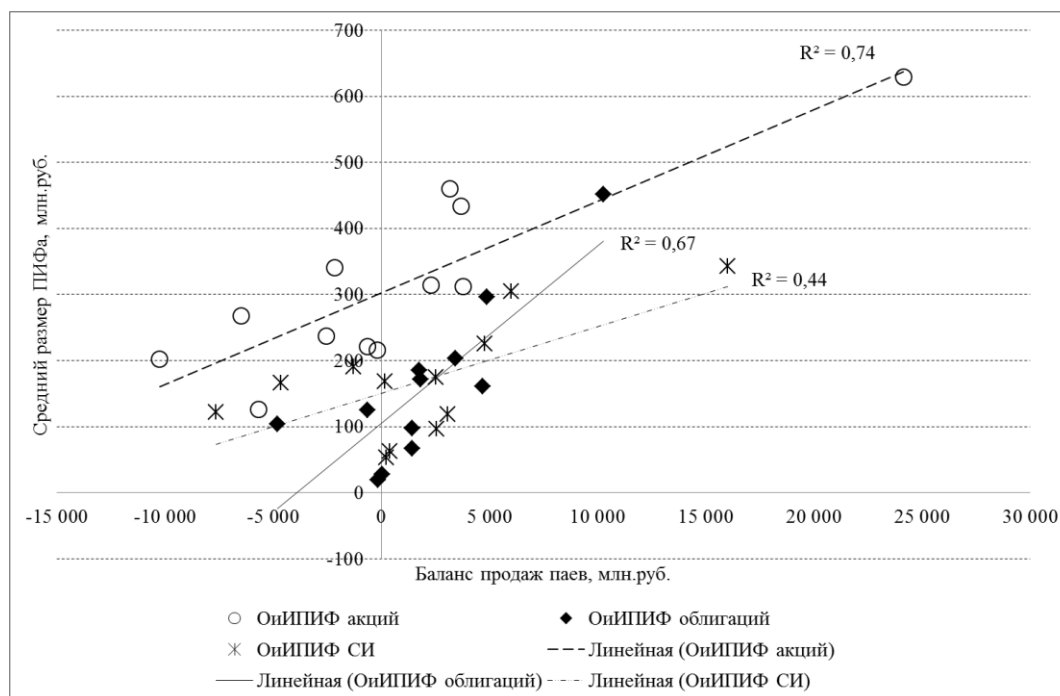
⁵В рис.6 средние размеры СЧА российских ОиИПИФ были рассчитаны по статистике НЛЮ.



Источник: Расчеты по данным ICI и НЛУ.

Рисунок 6 - Средние размеры взаимных фондов в России и за рубежом, млн долл. США

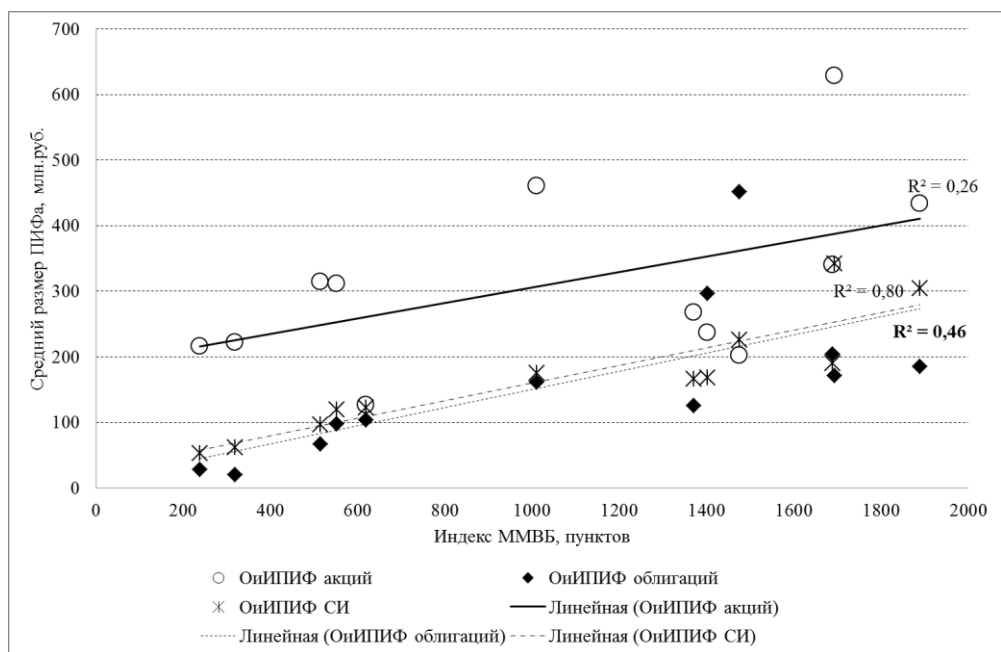
Ключевыми факторами динамики размера СЧА взаимных фондов являются спрос со стороны инвесторов и динамика цен финансовых активов. В 2001-2012 гг. размеры ОиИПИФ акций, облигаций и смешанных инвестиций существенно зависели от показателя сальдо продаж паев фондов. Коэффициенты детерминации между средними размерами СЧА взаимных фондов акций, облигаций, смешанных инвестиций и балансом продаж паев данных фондов за рассматриваемый период составили соответственно 0,74, 0,67 и 0,44 (рис.7). Это говорит о существенной связи между показателями.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа.

Рисунок 7 - Зависимость среднего размера ПИФа от баланса продаж его инвестиционных паев по выборке из 709 ОиИПИФов в 2001-2012 гг.

Зависимость средних размеров взаимных фондов и фондового индекса ММВБ, как индикатора привлекательности российского рынка капиталов, по показателям за 2001-2012 гг. показана на рис.8. Коэффициенты детерминации между средними размерами СЧА ОиИПИФ акций, облигаций, смешанных инвестиций и значением индекса ММВБ составил 0,26, 0,80 и 0,46, что свидетельствует о наличии умеренной связи между показателями. Более высокие значения коэффициента детерминации с индексом ММВБ у взаимных фондов облигаций и смешанных инвестиций может несколько удивлять. По нашему мнению, это объясняется тем, что в целом позитивная динамика фондового индекса после кризиса 2008 г. оттоком средств пайщиков из ПИФов акций и, наоборот, притоком средств в ПИФы облигаций и смешанных инвестиций. Соответственно умеренный рост индекса в 2008-2012 гг. сопровождался снижением средних размеров СЧА ПИФов акций и ростом средних размеров ПИФов облигаций и смешанных инвестиций.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФаами.
Рисунок 8 - Зависимость среднего размера ОиИПИФа от индекса ММВБ по выборке из 709 ОиИПИФов в 2001-2012 гг.

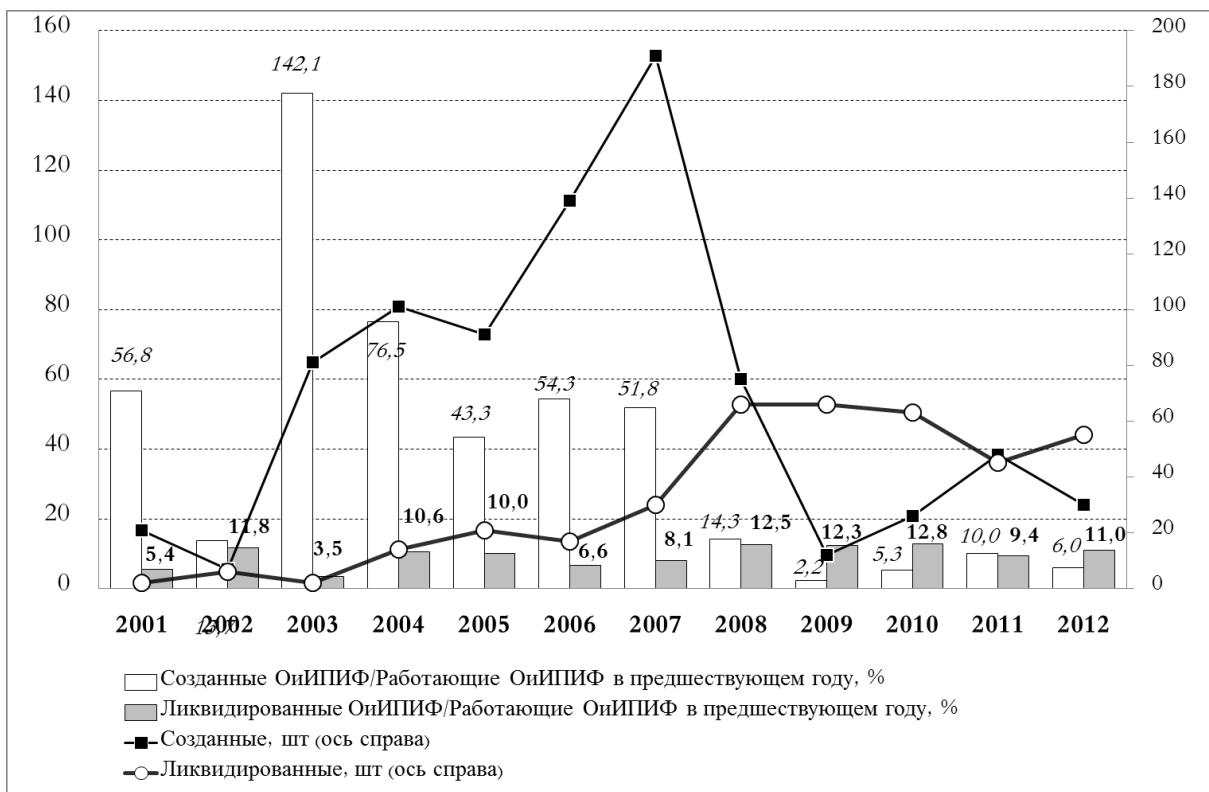
Проблема 3.

Рассогласование механизмов конкуренции внутри отрасли коллективных инвестиций из-за низких стандартов регулирования этой конкуренции и защиты прав потребителей инвестиционно-финансовых услуг (в данном случае пайщиков).

Как должна была бы отреагировать отрасль коллективных инвестиций на резкое и долгосрочное снижение спроса на паи взаимных фондов в условиях финансового кризиса при наличии адекватного регулирования? Произошло бы сокращение числа новых взаимных фондов; увеличилось бы количество фондов, уходящих с рынка; чтобы выжить на эффекте масштаба, управляющие портфелями постарались бы укрупнить бизнес, то есть уровень концентрации услуг УК и самих взаимных фондов стали бы заметно выше. Чтобы привлечь пайщиков из мелких в более крупные фонды УК постарались бы снизить размеры издержек по управлению ПИФаами.

Однако в действительности отрасль повела себя по-другому. При резком падении количества новых фондов, выходящих на рынок, число ликвидируемых фондов не повысилось, а даже несколько снизилось. То есть, участники рынка попытались «законсервировать» свой бизнес до лучших времен, сохранить все более мельчающие фонды, вне зависимости от интересов пайщиков. Соответственно издержки по управлению ОиИПИФаами заметно выросли. При некотором повышении уровня концентрации бизнеса

управляющих компаний, показатели концентрации самих открытых и интервальных ПИФов продолжили снижение. В результате отрасль стала все больше терять эффективность и доверие в глазах инвесторов.

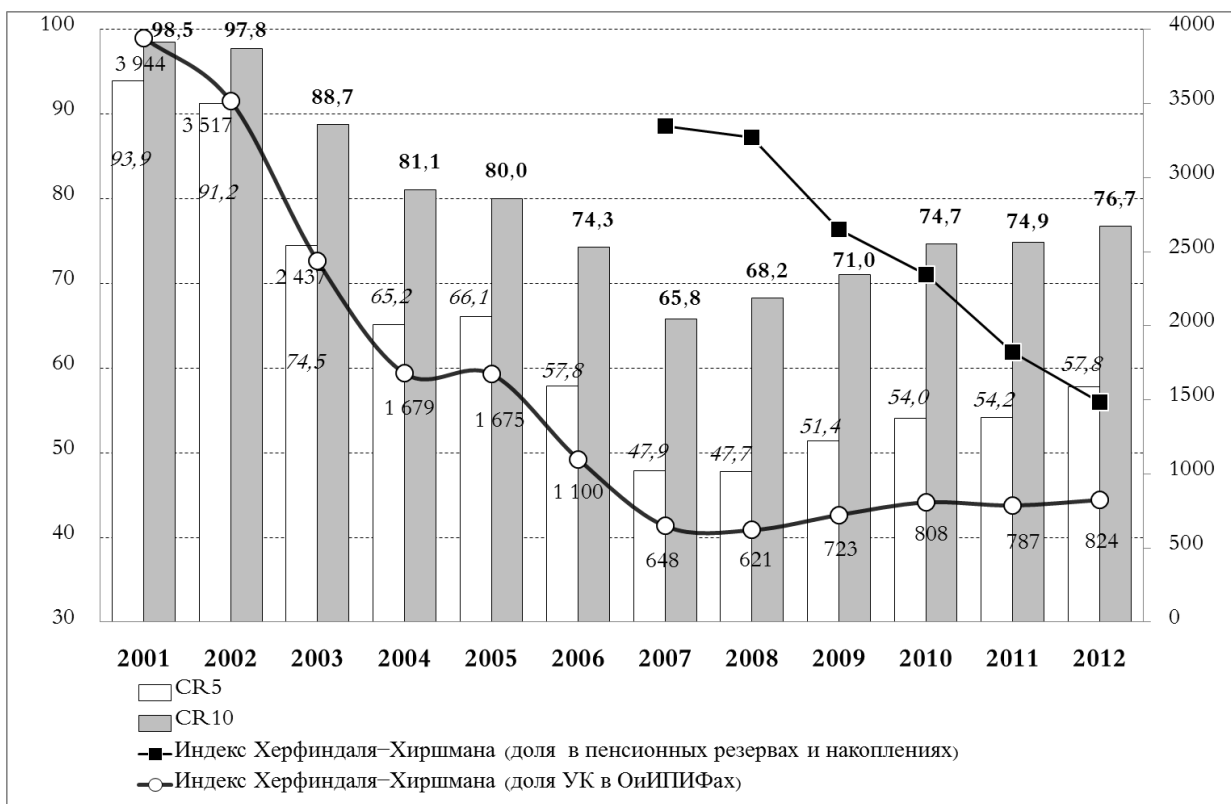


Источник: НЛУ, собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа.

Рисунок 9 - Создаваемые и ликвидированные ОИИПИФы в 2001-2012 гг.

Как показано на рис.9, число вновь создаваемых ОИИПИФов быстро увеличивалось до 2007 г. После 2008 г. до 2012 произошел резкий спад выхода на рынок новых игроков, что отражало процесс ухода из паевых фондов массы пайщиков. Число ликвидированных взаимных фондов несколько выросло с 2008 г., однако говорить о массовом сокращении числа фондов не приходится. Большинство игроков рынка сохраняло фонды, даже если их деятельность для компании не приносила позитивного финансового результата.

Обычно данную проблему разрешает рынок. При появлении на рынке крупных фондов с низкими комиссиями за управление большинство пайщиков перешло бы в них. Однако этого не случилось, главным образом из-за того, что смена фондов, если они обслуживаются разными управляющими компаниями, хлопотное и затратное дело. Соответственно существенных изменений в росте концентрации бизнеса не произошло.



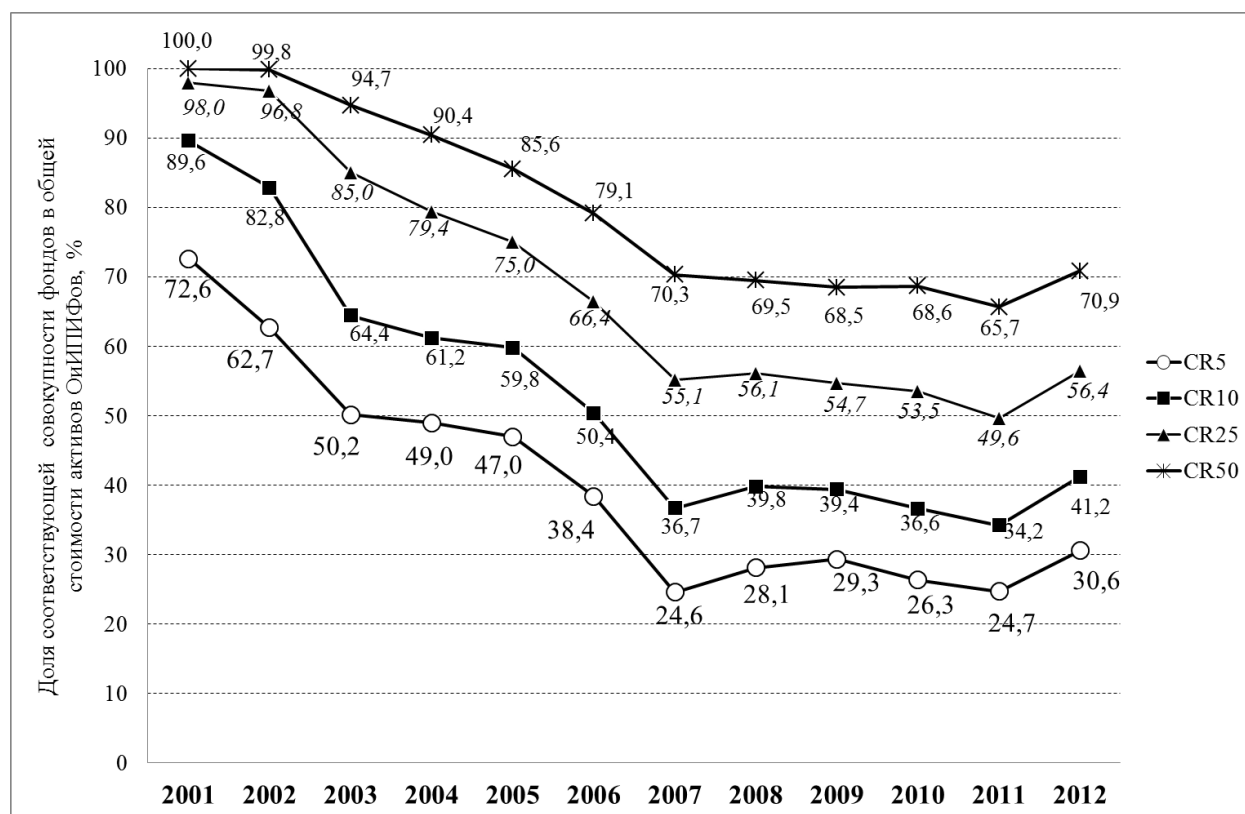
Источник: Национальное рейтинговое агентство, собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.

Рисунок 10 - Концентрация деятельности управляющих компаний ОиИПИФ и пенсионными резервами и накоплениями

После кризиса 2008 г. уровень концентрации бизнеса по управлению активами открытых и интервальных ПИФов в России повысился. Например, показатель CR5 увеличился с 47,7% в 2008 г. до 57,8% в 2012 г. (рис.10). Это выше, чем в CR5 в Китае – 44,5% и в Индии – 47,3%, но немного ниже Бразилии, где аналогичный показатель по фондам акций равен 65,0% для взаимных фондов акций и 67,0% для фондов облигаций. В США CR5 равен 40,0%.

Повышение уровня концентрации деятельности по управлению ОиИПИФ позволяло управляющим компаниям укрепить свои позиции на рынке, главным образом, за счет приобретения действующих паевых фондов у конкурентов. Однако этот процесс не сопровождался повышением уровня концентрации непосредственно на уровне взаимных фондов (рис.11). Например, показатель CR5, рассчитанный не по активам фондов под управлением компаний, а СЧА ОиИПИФов в 2008 г. составлял 69,5%, в 2012 г. – 70,9%, то есть практически остался без изменений. Это означает, что под влиянием кризиса не происходило укрупнения паевых фондов, вместо этого росло количество фондов под

управлением более крупных компаний, в том числе путем сохранения в группах УК практически дублирующих друг друга мелких фондов. Это отрицательно сказывается на эффективности управления такими фондами. Несколько забегаая вперед, отметим, что регрессионный анализ показывает, что чем больше фондов, которыми управляет УК, тем хуже избыточная доходность данных ПИФов.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.

Рисунок 11 - Показатели концентрации ОиПИФ по стоимости СЧА, %

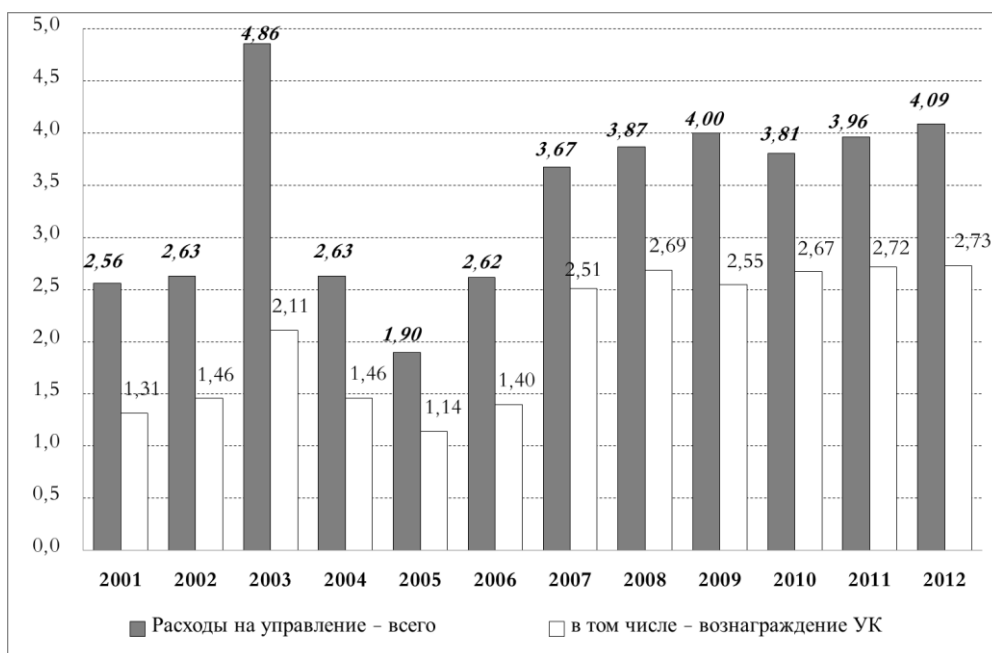
Такой ситуации во многом способствовал устаревший и не менявшийся во время кризиса режим их регулирования. Как заметил один из участников рынка коллективных инвестиций из УК «Открытие», текущее законодательство, касающееся отрасли коллективных инвестиций, принималось под растущий рынок. Во время кризиса рынок показал иное направление движения, «... а законодательство такое движение вниз абсолютно не предусматривало»⁶. Законодательство об инвестиционных фондах не предусматривало возможности слияния ПИФов. Правовая база и политика, проводимая регулятором на рынке, никак не способствуют облегчению процесса перемещения средств пайщиков между

⁶Работа управляющих – управлять. Участники круглого стола НАУФОР обсуждают вызовы, стоящие перед индустрией коллективных инвестиций, и ее перспективы. Вестник НАУФОР, № 9, сентябрь 2013.

ПИФах разных УК, институты фидуциарной ответственности управляющих компаний и инвестиционных консультантов или какие-либо их аналоги полностью отсутствуют. По нашему мнению, не самые лучшие действия исполнительной власти по созданию современного механизма пруденциального надзора и регулирования в сфере коллективных инвестиций, являются следствием перманентных 3-летних изменений в организации систем надзора и регулирования, начавшихся после принятия постановления Правительства РФ от 29 августа 2011 г. № 717.

Проблема 4

С наступлением кризиса и без того высокие издержки инвесторов по управлению взаимными фондами стали еще выше. Общие расходы по управлению открытыми и интервальными ПИФах выросли с 3,67% от среднегодовой стоимости чистых активов фондов в предкризисном 2007 г. до 4,09% в 2012 г. (рис.12) За тот же период времени среднее вознаграждение управляющих компаний фондами выросло с 2,51% до 2,73%.



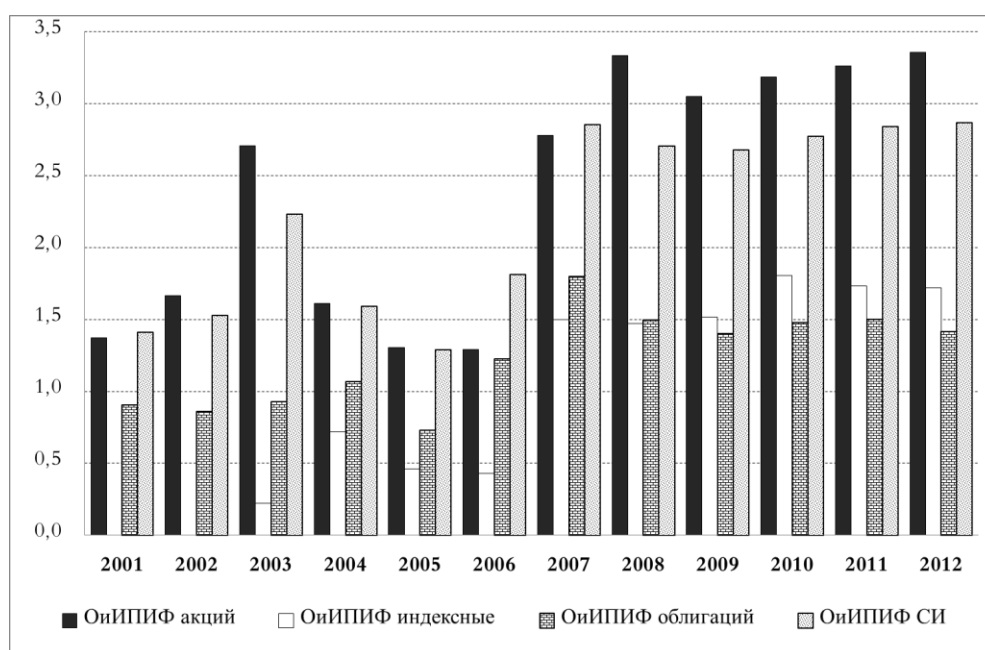
Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФах.

**Рисунок 12 - Средний размер расходов по управлению ОиИПИФ ,
(% от среднегодовой СЧА)**

На рис.12 видно, что резкий скачок в размере издержек по управлению ОиИПИФ произошел с 2005 г. – периода начала работы накопительной пенсионной системы. Возможно, это произошло из-за того, что расходы по управлению пенсионными накоплениями и резервами, где осуществляется жесткий контроль над размером

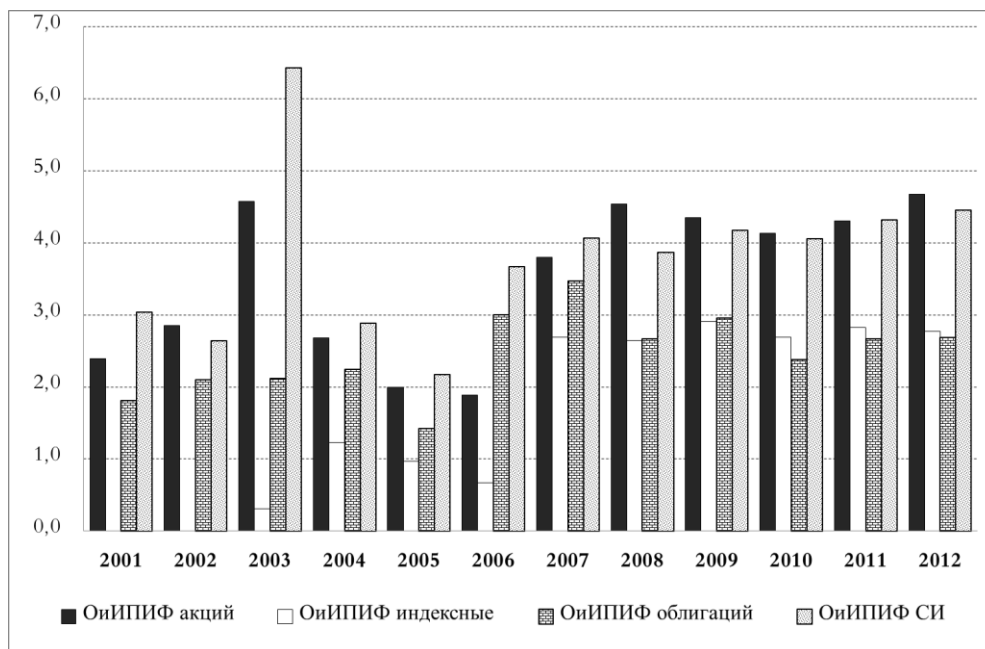
вознаграждения за управление со стороны государственных ведомств и НПФ, были внутри управляющих компаний переложены на плечи пайщиков ОиИПИФов, где такого контроля издержек не было. Более подробная информация о расходах на управление ОиИПИФ приводится в приложении 5.

На рис.13 анализируется размер вознаграждения УК по категориям взаимных фондов. Наиболее высокий уровень вознаграждений УК сложился в ОиИПИФ акций и смешанных инвестиций. Размер вознаграждения УК ОиИПИФ акций вырос с 2,78% среднегодовой СЧА ПИФа в 2007 г. до 3,36% в 2012 г. За тот же период времени вознаграждение УК в ОиИПИФ смешанных инвестиций выросло с 2,25% до 2,87%. Даже у индексных взаимных фондов вознаграждение УК повысилось с 1,50% до 1,72%, что, конечно, слишком много по сравнению с крупнейшим в мире индексным фондом SPDR под управлением StateStreetGlobalAdviser (США) в размере 0,09%.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.
Рисунок 13 -Средний размер вознаграждения УК разных категорий ОиИПИФ , (% от среднегодовой СЧА)

Размер расходов на управление ОиИПИФ акций вырос с 3,80% среднегодовой СЧА ПИФа в 2007 г. до 4,67% в 2012 г. За тот же период времени издержки по управлению ОиИПИФ смешанных инвестиций выросли с 4,07% до 4,46%. Даже у индексных взаимных фондов расходы инвесторов выросли с 2,69% до 2,77% (рис.14).



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа.

Рисунок 14 - Средний размер расходов по управлению разных категорий ОиИПИФ, (% от среднегодовой СЧА)

Таким образом, регулирование взаимными фондами нуждается в серьезных улучшениях.

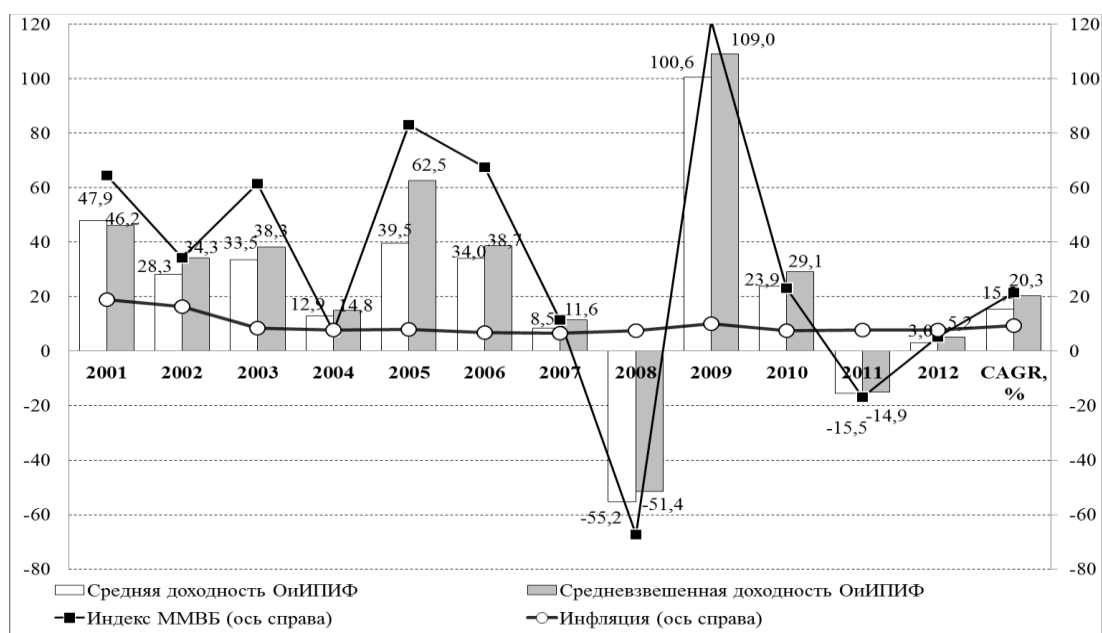
2. Анализ долгосрочной доходности паевых инвестиционных фондов и эффективности услуг портфельных управляющих

Универсальным показателем эффективности индустрии коллективных инвестиций является, конечно, приносимая ими инвесторам доходность инвестиций и их риск.

Классическим исследованием эффективности деятельности взаимных фондов в мире является работа Фамы и Фрэнча (2009). В ней обосновывается тезис о том, что совокупный портфель всех взаимных фондов, как правило, не создает позитивную «альфу», то есть прибавку к рыночной доходности, обусловленную профессионализмом управляющих инвестициями. Обычно альфа в среднем по отрасли коллективных инвестиций является отрицательной и соответствует среднему вознаграждению за управление взаимными фондами. По нашему мнению, данный вывод не является свидетельством против взаимных фондов и профессионализма их управляющих, а позволяет лучше понять ценность данного вида финансового посредничества для инвесторов и рынка. Взаимные фонды в целом не отбирают избыточную прибыль у других категорий участников, например, частных

инвесторов. Иначе это бы разрушало сам рынок как явление, закрывая его, например, от входа новичков. Главное предназначение коллективных инвестиций через взаимные фонды – обеспечить дополнительные выгоды для инвесторов за счет эффекта масштаба деятельности, передачи функций по принятию инвестиционных решений и мониторингу специализированным профессионалам, лучшей диверсификации портфеля и т.п. в процессе роста средней рыночной доходности. Это не исключает дополнительного использования инвесторами элементов спекуляции и игры, например, в поиске более доходных взаимных фондов. Однако основное предназначение фондов – сделать более эффективным для инвесторов процесс зарабатывания на росте реальной экономики и соответственно фундаментальной стоимости инвестиционных активов.

Простой иллюстрацией данного принципа является сравнение общей доходности сводного портфеля ОиИПИФ с доходностью базового индексного портфеля, например, индексом ММВБ (рис.15, см. также приложения 3 и 4). Для измерения средней доходности ОиИПИФ использованы показатели простой и взвешенной по СЧА паевых фондов доходности в процентах годовых. Практически во все годы, кроме 2001 г., средневзвешенная доходность паевых фондов оказалась выше, простой средней доходности. По нашему мнению, разница между указанными двумя показателями позволяет получить премию за масштаб, тот есть она показывает, что более крупные фонды, как правило, получают более высокую доходность.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

Рисунок 15 - Номинальная средняя доходность ОиИПИФ, индекса ММВБ и инфляция, % годовых.

Однако оба показателя средней доходности ОиИПИФ оказываются меньше доходности индекса ММВБ. Например, доходность по CAGR индекса ММВБ за 2001-2012 гг. составил 21,4% годовых, а средневзвешенной доходности ОиИПИФ 20,3%. То есть весь совокупный портфель открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов за 12 лет в среднем в год рос на 1,1% медленнее, чем индексный портфель. Конечно, внутри индустрии российских взаимных фондов были портфели, показывавшие более высокую доходность, чем индекс, но многие паевые фонды имели результат значительно хуже среднего.

Например, в приложении 6 приводится анализ доходности 26 открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, по которым из всей выборки из 709 ОиИПИФ, доступны данные о ежегодной доходности за период 2001-2012 гг.⁷ Из 26 взаимных фонда у семи фондов доходность по CAGR за 2001-2012 гг. превысил показатели индекса (табл.1). Остальные 19 взаимных фонда уступили по данному критерию индексному портфелю.

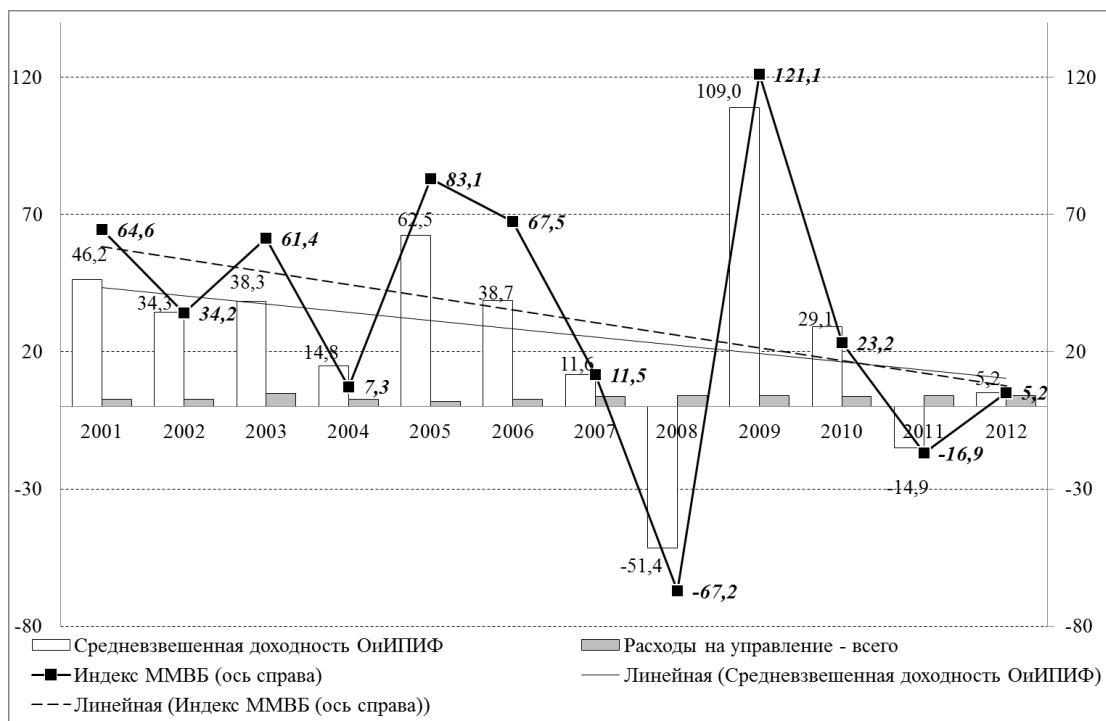
Таблица 1 - ОиИПИФы, победившие индекс ММВБ, за период 2001-2012 гг.

Наименование ПИФа	Наименование УК	2012	CAGR, %
1	2	3	4
ОПИФ акций "ВТБ - БРИК"	ЗАО "ВТБ Капитал Управление активами"	7,0	29,0
ОПИФ акций "УралСиб Фонд Первый"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	1,8	23,2
ОПИФ акций "Петр Столыпин"	Deutsche UFG Capital Management	4,9	22,9
ОПИФ акций "Сбербанк - Добрыня Никитич"	Сбербанк Управление Активами	7,3	22,3
ИПИФ акций "УралСиб Фонд Отраслевых инвестиций"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	- 0,5	22,2
ОПИФ облигаций "Сбербанк - Илья Муромец"	Сбербанк Управление Активами	12,0	22,1
ИПИФ акций "УралСиб Фонд Перспективных вложений"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	- 1,6	21,9
Индекс ММВБ		5,2	21,4

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа

⁷То есть из всей совокупности 709 ОиИПИФ только 26 паевых фонда, начав работать в 2000 г. или ранее, «дожили» по конца 2012 г.

На рис. 16 показано, что если посмотреть на тренды годовой доходности взаимных фондов и индекса в 2001-2012 гг., то разрыв между доходностями обоих портфелей снижается.



Источник: Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

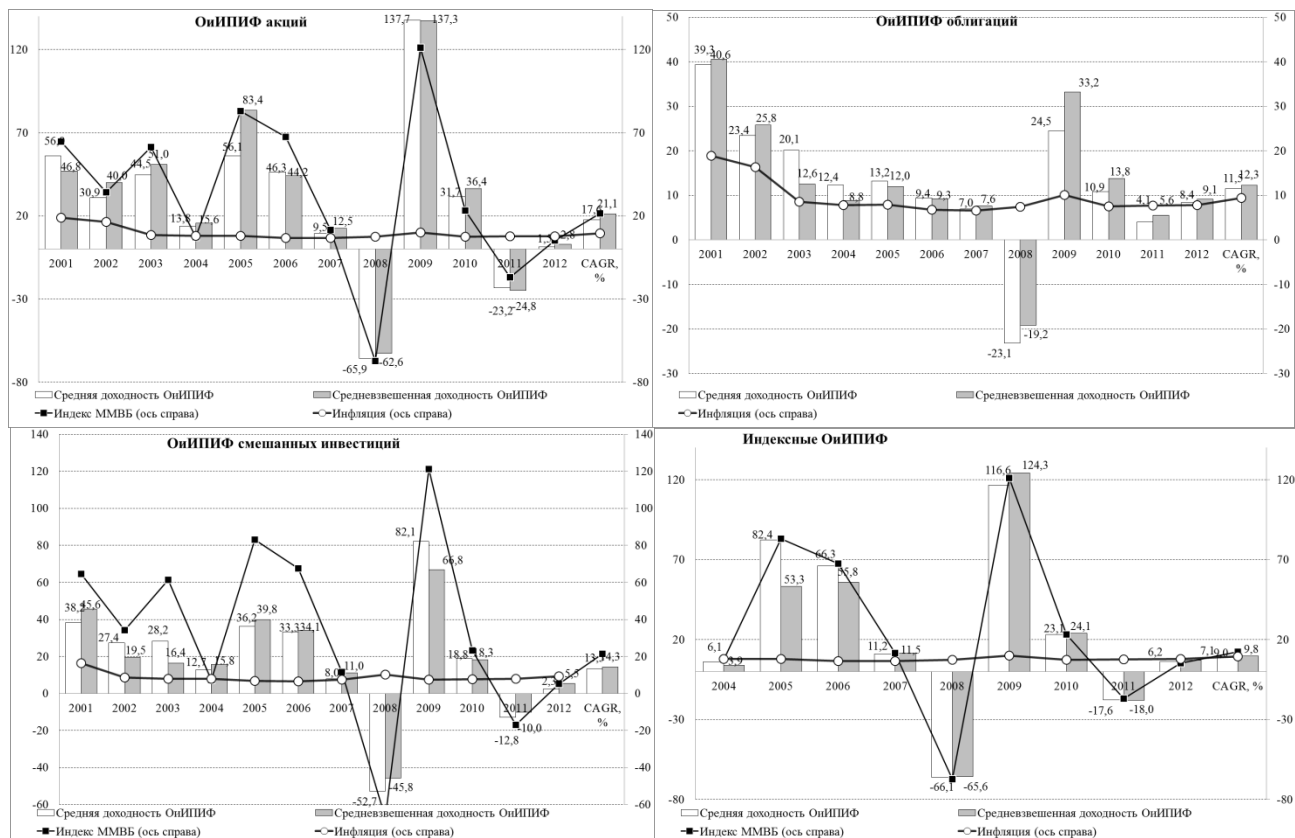
Рисунок 16 - Номинальная доходность ОиИПИФ, расходы на управление и индекс ММВБ

Как показано на рис.17 и в табл.2 примерно аналогичные закономерности наблюдаются при сравнении ОиИПИФ акций, фондов смешанных инвестиций и индекса ММВБ.

По показателю среднегодовой доходности (CAGR) за 2001-2012 гг. *простая средняя* реальная доходность всех категорий ОиИПИФ, кроме индексных фондов является положительной, то есть превышает уровень инфляции. В то же время номинальная доходность по CAGR практически всех категорий взаимных фондов за период 2001-2012 гг. оказался существенно ниже доходности индекса ММВБ. Так, ежегодная доходность по CAGR индекса ММВБ составила 21,4%, в то время как доходность по CARG всех ОиИПИФ, фондов акций и смешанных инвестиций – соответственно лишь 15,5%, 17,6% и 13,5%. Поскольку годовая доходность по индексным ПИФам стала доступной только с 2004 г. их доходности по CAGR в размере 9,0% годовых соответствует доходность индекса ММВБ в

размере 12,4%. За период 2001-2012 гг. средняя простая доходность по CARG совокупного портфеля взаимных фондов облигаций составила 11,5% при уровне средней инфляции в год в размере 11,0%.

Иными словами, средняя простая доходность по совокупному портфелю рассматриваемых категорий фондов выигрывает у инфляции, но заметно проигрывает фондовому индексу ММВБ.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

Рисунок 17 - Номинальная доходность ОИПИФ акций, индексных, облигаций, смешанных инвестиций и бэнчмарков, % годовых

По показателю *средневзвешенной по СЧА фондов доходности* по CAGR за 2001-2012 гг. все категории ОИПИФ выигрывали у инфляции, однако проигрывали доходности индекса ММВБ, хотя и с меньшим разрывом по сравнению с простой (без взвешивания) средней доходностью фондом. Номинальная доходность по CAGR всех категорий взаимных фондов за период 2001-2012 гг. оказался несколько ниже доходности индекса ММВБ. Например, ежегодная доходность по CAGR индекса ММВБ составила 21,4%, в то время как

доходность по CARG всех ОиИПИФ, фондов акций и смешанных инвестиций – соответственно лишь 20,3%, 21,1% и 14,3%. Поскольку годовая доходность по индексным ПИФам стала доступной только с 2004 г. их средневзвешенной доходности по CAGR в размере 9,8% годовых соответствует доходность индекса ММВБ в размере 12,4%. За период 2001-2012 гг. средневзвешенная доходность по CARG совокупного портфеля взаимных фондов облигаций составила 12,3% при уровне средней инфляции в год в размере 11,0%.

Таким образом, можно говорить об определенной премии за размер, которая определяется путем вычитания из средневзвешенной доходности совокупного портфеля ПИФа доходности, подсчитанной как простая средняя.

Таблица 2. – Средняя доходность открытых и интервальных ПИФов в 2001-2012 гг. (% годовых)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Индекс ММВБ	64,6	34,2	61,4	7,3	83,1	67,5	11,5	-67,2	121,1	23,2	-16,9	5,2	21,4
2. Инфляция	18,6	15,1	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	13,4	8,8	8,8	6,1	6,6	11,0
3. ОФЗ	18,9	16,3	8,6	7,9	7,9	6,7	6,6	7,5	10,1	7,5	7,7	7,8	9,4
4.1. Номинальная доходность (простая)													
ОиИПИФ – всего	47,9	28,3	33,5	12,9	39,5	34,0	8,5	-55,2	100,6	23,9	-15,5	3,0	15,5
ОиИПИФ акций	56,0	30,9	44,5	13,8	56,1	46,3	9,5	-65,9	137,7	31,7	-23,2	1,5	17,6
ОиИПИФ индексные				6,1	82,4	66,3	11,2	-66,1	116,6	23,1	-17,6	6,2	9,0
ОиИПИФ облигаций	39,3	23,4	20,1	12,4	13,2	9,4	7,0	-23,1	24,5	10,9	4,1	8,4	11,5
ОиИПИФ СИ	38,2	27,4	28,2	12,7	36,2	33,3	8,0	-52,7	82,1	18,8	-12,8	2,3	13,5
4.2. Реальная доходность (простая)													
ОиИПИФ – всего	29,3	13,2	21,5	1,2	28,6	25,0	-3,4	-68,6	91,8	15,1	-21,6	-3,6	3,2
ОиИПИФ акций	37,4	15,8	32,5	2,1	45,2	37,3	-2,4	-79,3	128,9	22,9	-29,3	-5,1	4,2
ОиИПИФ индексные				-5,6	71,5	57,3	-0,7	-79,5	107,8	14,3	-23,7	-0,4	-0,8
ОиИПИФ облигаций	20,7	8,3	8,1	0,7	2,3	0,4	-4,9	-36,5	15,7	2,1	-2,0	1,8	0,3
ОиИПИФ СИ	19,6	12,3	16,2	1,0	25,3	24,3	-3,9	-66,1	73,3	10,0	-18,9	-4,3	1,4
5.1. Номинальная доходность (средневзвешенная)													
ОиИПИФ – всего	46,2	34,3	38,3	14,8	62,5	38,7	11,6	-51,4	109,0	29,1	-14,9	5,2	20,3
ОиИПИФ акций	46,8	40,0	51,0	15,6	83,4	44,2	12,5	-62,6	137,3	36,4	-24,8	2,8	21,1
ОиИПИФ индексные				3,9	53,3	55,8	11,5	-65,6	124,3	24,1	-18,0	7,1	9,8
ОиИПИФ облигаций	40,6	25,8	12,6	8,8	12,0	9,3	7,6	-19,2	33,2	13,8	5,6	9,1	12,3
ОиИПИФ СИ	45,6	19,5	16,4	15,8	39,8	34,1	11,0	-45,8	66,8	18,3	-10,0	5,5	14,3
5.2. Реальная доходность (средневзвешенная)													
ОиИПИФ – всего	27,6	19,2	26,3	3,1	51,6	29,7	-0,3	-64,8	100,2	20,3	-21,0	-1,4	8,2
ОиИПИФ акций	28,2	24,9	39,0	3,9	72,5	35,2	0,6	-76,0	128,5	27,6	-30,9	-3,8	8,0
ОиИПИФ индексные				-7,8	42,4	46,8	-0,4	-79,0	115,5	15,3	-24,1	0,5	-3,0
ОиИПИФ облигаций	22,0	10,7	0,6	-2,9	1,1	0,3	-4,3	-32,6	24,4	5,0	-0,5	2,5	1,2
ОиИПИФ СИ	27,0	4,4	4,4	4,1	28,9	25,1	-0,9	-59,2	58,0	9,5	-16,1	-1,1	2,5

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

На рынке коллективных инвестиций вряд ли можно полностью искоренить проблему некоторого дисконта долгосрочной доходности взаимных фондов в целом и фондов акций, в частности, по сравнению с доходностью базового фондового индекса. Сложенные вместе взаимные фонды также как и фондовые индексы являются представлением одного и того же рыночного портфеля. В отличие от абстрактного портфеля фондового индекса реальный портфель взаимного фонда требует издержек по его содержанию, равно как и на поддержание других функций работающей структуры.

Однако в России разрыв в долгосрочной доходности портфелей взаимных фондов и доходностей базовых индексов, по нашему мнению, носит существенный характер и должен быть сужен. В табл.3 мы постарались показать, что добиться этого можно, как минимум, с помощью двух резервов – повышения масштаба (размеров) ПИФов и снижения общего уровня расходов по управлению фондами.

Таблица 3–Потенциал повышения доходности портфелей ОиИПИФ

	Ед. изм.	CAGR 2001-2012, %
1	2	3
1. Доходность Индекса ММВБ	% годовых	21,4
2. Доходность ОиИПИФ – всего	% годовых	15,5
3. Премия эффект масштаба ⁸	%-х пункта	4,8
4. Расходы на управление	% СЧА	4,1
5. Скорректированная доходность ОиИПИФ (стр.2+3+4)	% годовых	24,4
6. Избыточная доходность ОиИПИФ (Стр.5-1)	%-х пункта	3,0
7. Доходность ОиИПИФакций - всего	% годовых	17,6
8. Премия за эффект масштаба	%-х пункта	3,6
9. Расходы на управление	% СЧА	3,5
10. Скорректированная доходность ОиИПИФ акций (Стр.7+8+9)	% годовых	24,6
11. Избыточная доходность ОиИПИФ акций (Стр. 10 – 1)	%-х пункта	3,3

Источник: расчеты авторов исследования

⁸Разница между средней доходностью ОиИПИФ и их средневзвешенной доходностью.

Если к действующей простой средней доходности по CAGR добавить премию за масштаб (строки 3 и 8 расчета), а также размер общих расходов за управление ПИФаами (строки 4 и 9), то скорректированная средняя доходность соответственно всех ОиИПИФ и ОиИПИФ акций составит 24,4% годовых и 24,6% годовых, в то время как доходность по CAGR индекса ММВБ за 2001-2012 гг. составила всего 21,4%. Избыточную по сравнению с индексной доходность в размере 3,0% для всех категорий взаимных фондов и 3,3% годовых для ОиИПИФ акций можно направить на оплату издержек по управлению фондами и услуг по маркетингу и продажам инвестиционных паев.

3. Факторы, влияющие на избыточную доходность паевых инвестиционных фондов

Системным образом данная проблема для российского рынка коллективных инвестиций еще никогда не исследовалась, поэтому мы постарались частично восполнить данный пробел. На основе изучения научной литературы по теме и практических возможностей для сбора эмпирических данных был составлен перечень основных факторов, влияющих на избыточную доходность паевых фондов (приложение 7).

Основные гипотезы о том, как различные факторы влияют на избыточную доходность, состоят в следующем.

Чена, Гонг, Хуан и Кубик (2004)⁹, Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013)¹⁰ показали, что рост размеров СЧА взаимных фондов отрицательно влияет на их доходность. Одной из причин этого, по мнению Чена, Гонга, Хуана и Кубика (2004), Поллета и Вильсона (2008), Яна (2008) Chen и др. (2004), Pollet и Wilson (2008)¹¹, Yan (2008)¹² является растущие с размером фондов издержки на поддержание ликвидности акций (паев) взаимных фондов. На примере анализа выборки из 16316 взаимных фондов из 27 стран в 1997-2007 гг. Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) пришли к выводу, что избыточная доходность мелких фондов выше доходности крупных фондов только в США, в других странах крупные фонды демонстрируют более высокую доходность, чем мелкие. Берк и

⁹ Chen, J., Hong, H., Huang, M., and Kubik, J. (2004) Does fund size erode performance? Liquidity, organizational diseconomies, and active money management, *American Economic Review* 94, 1276–1302.

¹⁰ Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S. The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance* (2013) 17: 483–525.

¹¹ Pollet, J. and Wilson, M. (2008) How does size affect mutual fund behavior?, *Journal of Finance* 63, 2941–2969.

¹² Yan, X. (2008) Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, 741–768.

Грин (2004)¹³ полагали, что в условиях идеально эффективного рынка показатель избыточной доходности фонда снижается по мере роста размеров фонда.

Груббер (1996)¹⁴ и Шенг (1999)¹⁵ показали, что фонды с позитивным балансом продаж за последние три месяца показывают существенно лучшие результаты, чем фонды с отрицательным балансом продаж. Данная закономерность получила названия «эффекта умных денег» (smartmoneyeffect). Согласно данной гипотезе (Груббер, 1996) частные инвесторы умеют отличать более компетентных портфельных управляющих от менее компетентных. Наличие эффекта умных денег означает, наличие зависимости между доходностью текущего периода и балансом продаж текущего или предшествующего периода. Сапп и Тивари (2004)¹⁶ показали, что эффект умных денег объясняется с помощью теории «momentum», то есть фонда с хорошими результатами фонды в текущем периоде будут иметь более высокую доходность и в дальнейшем. Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) не нашли существенной статистической зависимости между потоками средств и последующими показателями деятельности фондов на примере американского рынка коллективных инвестиций. При этом они использовали 4-х факторную модель Кархарта (1997)¹⁷ для расчета избыточной доходности, а их вывод в целом соответствует результатам Саппа и Тивари (2004). Наоборот, для других стран, кроме США, они пришли к выводу, что фонды, получившие больше денег от инвесторов, впоследствии имеют более высокую доходность, чем фонды, получившие меньше денег от инвесторов¹⁸. Это объясняется авторами тем, что за пределами США частные инвесторы имеют больше возможностей в определении наиболее компетентных портфельных управляющих.

Гил-Базо, Руиз-Верди (2009)¹⁹ и Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) показали, что на доходность фондов отрицательно влияет размер вознаграждения за управление взаимными фондами.

¹³ Berk, J. and Green, R. (2004) Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 112 №6, 1269–1295.

¹⁴ Gruber, M. (1996) Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, 783–807.

¹⁵ Zheng, L. (1999) Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability, *Journal of Finance* 54, 901–933.

¹⁶ Sapp, T. and Tiwari, A. (2004) Does stock return momentum explain the “smart money” effect? *Journal of Finance* 59, 2605–2622.

¹⁷ Carhart, M. (1997) On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57–82.

¹⁸ One-standard deviation increase in flows is associated with an improvement in subsequent performance of 20 basis points per quarter.

¹⁹ Gil-Bazo, J. and Ruiz-Verdu, P. (2009) Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry, *Journal of Finance* 64, 2153–2183.

Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) показали, что доходность взаимных фондов, входящих в семьи фондов крупных управляющих компаний, как правило, выше, вследствие того, что крупные семейства фондов достигают существенной экономии на торговых комиссиях и ставках привлечения заемных средств. К аналогичным выводам пришли Чен, Гонг, Хуан и Кубик (2004) при анализе данных по американским взаимным фондам.

Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) возраст фонда находится в отрицательной зависимости с показателями его деятельности для выборки всех стран, за исключением США. В США данная зависимость статистически незначима. То есть более молодые фонды проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами.

Грин, Хотгес и Раковски (2007)²⁰ не нашли подтверждения гипотезе агентских издержек («agencycosthypothesis») о том, что более высокие скидки взимают фонды, показывающие более слабые результаты по доходности. Наоборот, фонды могут использовать более высокий размер скидок, чтобы защитить инвесторов от потерь, связанных с краткосрочными стратегиями инвестирования в фонды; в этом случае фонды устанавливают более низкий размер вознаграждения за маркетинг (12b-1) и высокие скидки, дифференцированные в зависимости от сроков владения ценными бумагами фондов в целях стимулирования долгосрочных инвесторов. Согласно гипотезе ликвидности («liquiditycosthypothesis») менеджеры фондов используют скидки для контроля издержек по ликвидности, которые могут сократить стоимость вложений остающихся в фонде акционеров (пайщиков).

Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) имеется сильная положительная корреляция между показателями доходности взаимных фондов и уровнем финансового развития страны. Фонды показывают более высокие результаты в странах с высоким уровнем торговой активности и низкими торговыми издержками. Для России можно сравнить доходность ПИФов в различных регионах; при этом регионы ранжировать, например, по уровню дохода на душу населения. Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) доходность взаимных фондов выше в странах, где преобладает общее право. Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) доходность фондов имеет сильную позитивную

²⁰ Green J., Hodges C., Rakowski D. Daily mutual fund flows and redemption policies. Journal of Banking & Finance 31 (2007), 3822-3842.

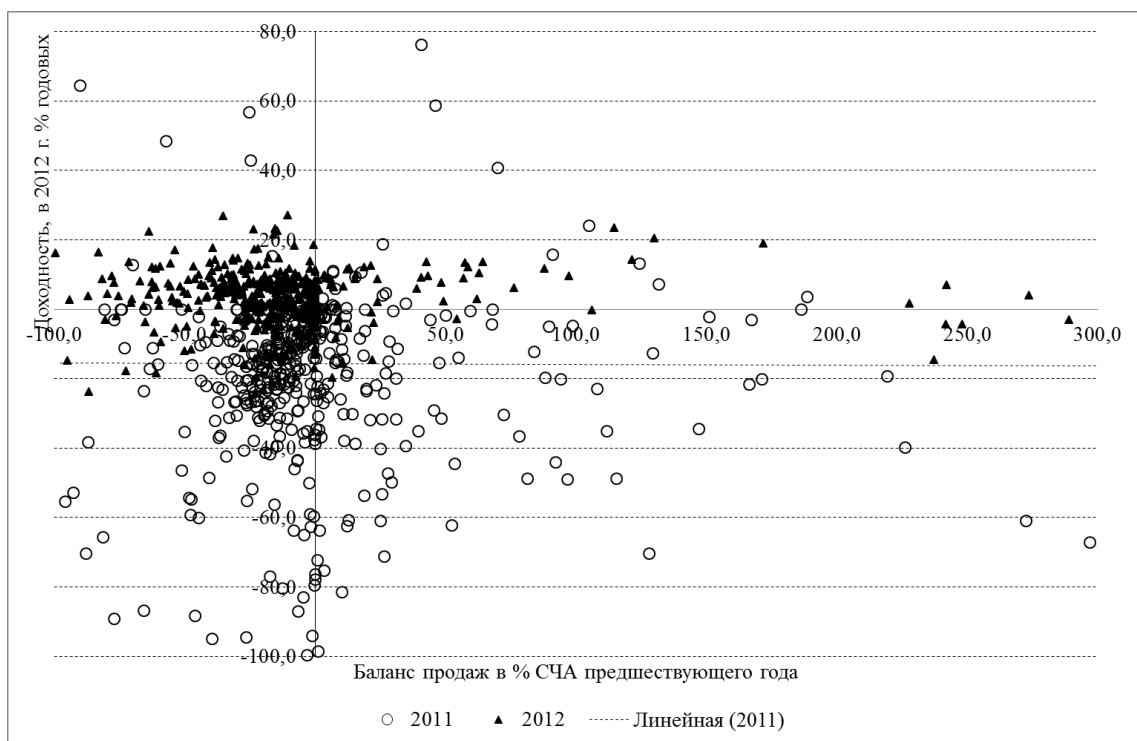
корреляцию с уровнем защиты прав инвесторов и эффективности правоприменения в той или иной стране.

Согласно Бергстрессеру и др. (2009)²¹ взаимные фонды, проданные через брокеров, характеризуются более слабыми результатами по доходности по сравнению с фондами, проданными по прямым каналам.

Простейшие методы тестирования наиболее известных закономерностей влияния факторов на доходность взаимных фондов в России не приносят зримых результатов, скорее, позволяют сделать выводы о неприменимости подобных связей к российским ОиИПИФ.

На рис.18 на основе выборки из ОиИПИФов по данным доходности за 2012 г. сделана попытка оценить эффект умных денег, предполагающий, что фонды с более активным балансом приносят в будущем более высокую доходность, поскольку сам механизм деятельности взаимных фондов и их прозрачность для инвесторов позволяют последним отчасти предугадывать будущую доходность. В тесте сделан ряд упрощений: использовалась не избыточная, а обычная годовая доходность фондов в 2012 г. Из-за отсутствия квартальных данных по продажам паев по фондам взяты аналогичные показатели по балансу продаж ОиИПИФов в 2012 и 2011 гг. в целом. Прямая линейной зависимости между балансом продаж 2011 г. и доходностью 2012 г. получилась параллельной оси X, коэффициент детерминации равен 0. Аналогичный результат получился для продаж 2012 г. Данный результат говорит об отсутствии линейной зависимости между указанными показателями.

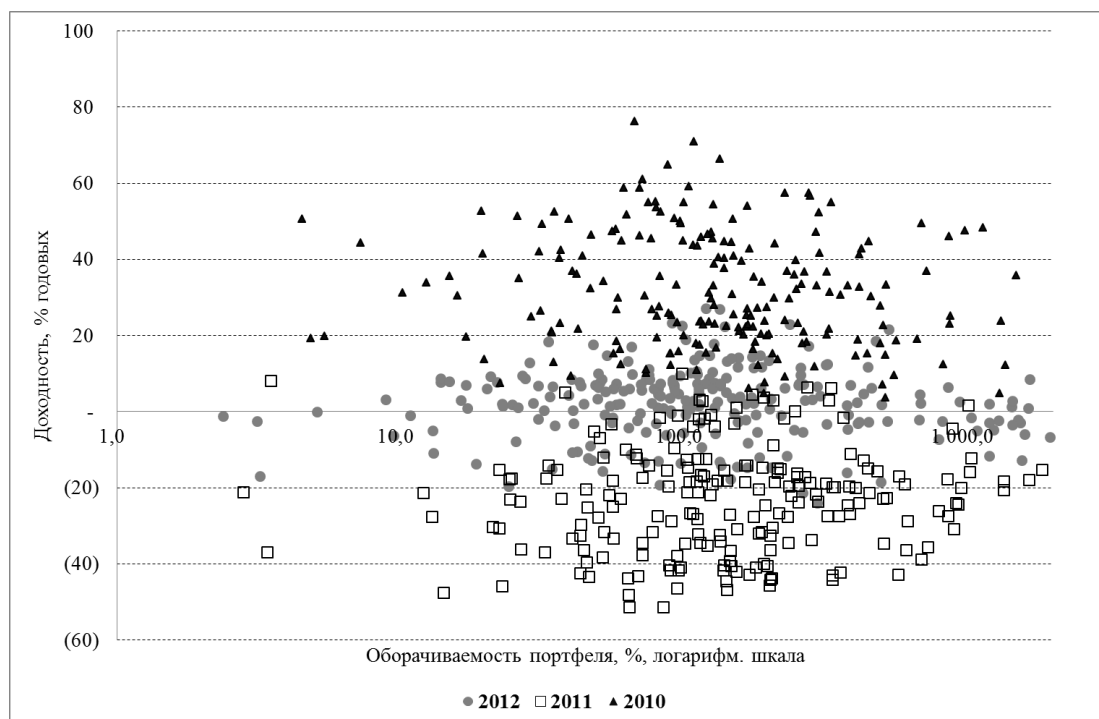
²¹ Bergstresser D., Chalmers J., Tufano P. Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. 2009, Oxford University Press on behalf of the Society for Financial Studies.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФаами.
Рисунок 18 – Наличие эффекта «умных денег»: зависимость доходности ОиИПИФ 2012 г. от баланса продаж соответствующего года (по выборке из 709 ПИФов)

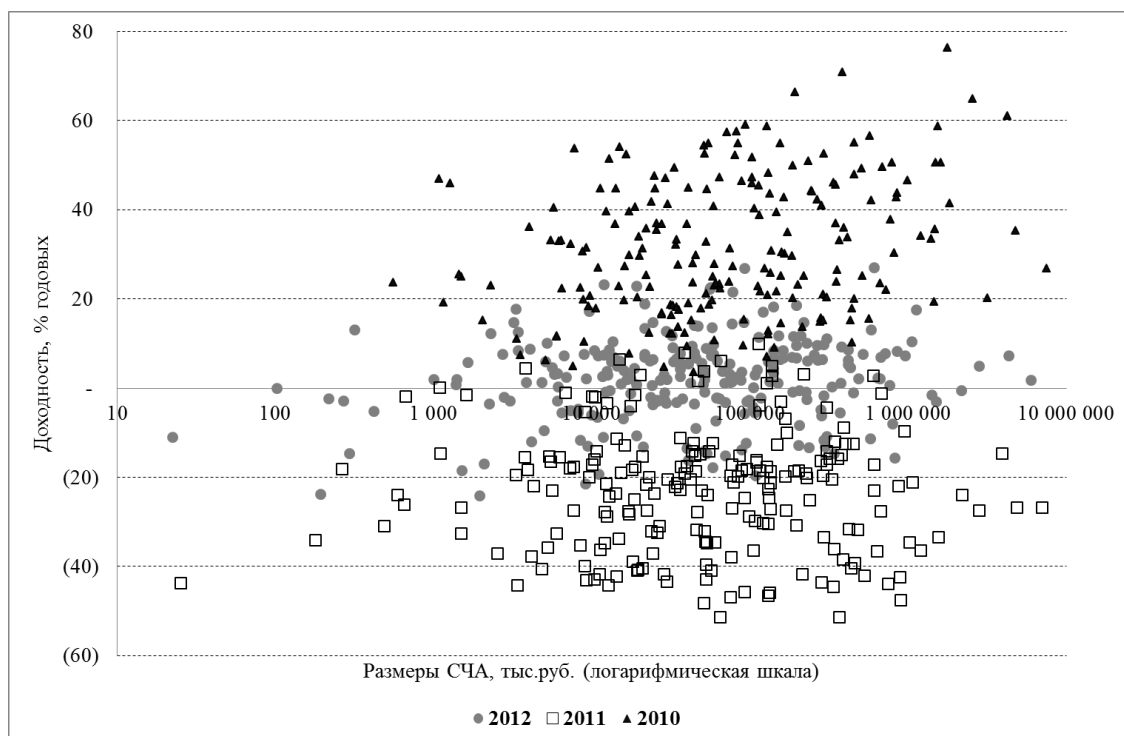
Тестирование зависимости годовой доходности ОиИПИФ акций и индексных фондов от оборачиваемости портфелей ПИФов²² в 2010, 2011 и 2012 гг. также не показало наличие каких-либо устойчивых взаимосвязей между показателями. По выборкам всех трех лет коэффициент детерминации между ними был равен нулю (рис.19).

²²Данный показатель рассчитывается по финансовой отчетности паевого фонда как частное от деления наименьшего показателя – выручки от продажи ценных бумаг из портфеля фонда и себестоимости приобретаемых в ПИФ ценных бумаг -, на среднегодовую СЧАфонда, умноженно на 100%.



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.
Рисунок 19 - Зависимость между оборачиваемостью портфелей и доходностью ОиИПИФов акций и индексных в 2010-2012 гг.

Не показало наличие явных связей также тестирование зависимости доходности ОиИПИФ акций и индексных фондов от их размера в виде стоимости чистых активов по данным за 2010, 2011 и 2012 гг. Коэффициенты детерминации здесь также нулевые (рис.20).



Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами.
Рисунок 20 - Зависимость между СЧА и доходностью ОиИПИФов акций и индексных в 2010-2012 гг.

Для более тонкого анализа рынка взаимных фондов в России далее была использована методология регрессионного анализа панельных данных. Модель, используемая для анализа, имеет следующий вид:

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

где i – номер объекта (фонда), t – момент времени, β – вектор коэффициентов размерности $K \times 1$, y_{it} – вектор объясняемой переменной (доходность фонда, баланс продаж или вознаграждение УК), $X'_{it} = (X_{1,it}, \dots, X_{k,it})$ – вектор-строка матрицы K объясняющих переменных (в нашем случае это переменные, характеризующие рассматриваемые паевые инвестиционные фонды²³), ϑ_{it} – вектор случайных ошибок.

В работе анализируются показатели, характеризующие деятельность ОиИПИФ и управляющих компаний. Рассматриваемая выборка охватывает диапазон с 2007 г. по 2012 гг. В виду отсутствия централизованной базы данных по паевым инвестиционным фондам в

²³См. приложение 7.

России, анализ проводился по данным, собранным авторами. В окончательную выборку вошло 709 открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов.

Подробнее остановимся на показателях, характеризующих и определяющих деятельность фондов. В качестве объясняемых переменных были выбраны следующие три показателя:

- Доходности ОиИПИФ (раздел 3);
- Баланс продаж ОиИПИФ (раздел 4);
- Размер вознаграждения управляющей компании (раздел 5).

Эти характеристики, по нашему мнению, являются ключевыми в деятельности каждого фонда. Поэтому считаем целесообразным изучить, какие факторы определяют изменение данных характеристик фондов на рынке паевых инвестиций России.

Для оценки доходности были использованы два подхода:

1. В качестве показателя доходности фонда рассматривается избыточная доходность по сравнению с доходностью индекса ММВБ (для фондов акций и индексных фондов) и доходность ОФЗ (для фондов облигаций, денежного рынка, смешанных инвестиций). Доходность определяется формулой:

$$R_{it} = r_{it} - \mathbb{I}_{index} i_t - \mathbb{I}_{ОФЗ} b_t$$

где r_{it} – доходность i -го ПИФа в год t , i_t – доходность индекса в год t , b_t – доходность ОФЗ в год t ;

$$\mathbb{I}_{index} = \begin{cases} 1, & \text{для фондов акций и индексных;} \\ 0, & \text{в остальных случаях} \end{cases};$$

$$\mathbb{I}_{ОФЗ} =$$

$$\begin{cases} 1, & \text{для фондов облигаций, денежного рынка, С И} \\ 0, & \text{в остальных случаях} \end{cases}$$

.

2. В качестве скорректированной на риск доходности рассматривается коэффициент α_i в четырехфакторной модели Кархарта

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{0i} RM_t + \beta_{1i} SMB_t + \beta_{2i} HML_t + \beta_{3i} MOM_t + \varepsilon_{it}$$

где R_{it} – избыточная по сравнению с доходностью ОФЗ доходность фонда; RM_t – избыточная доходность на рынке, SMB_t (small minus big) – разность средних доходностей портфеля с малой капитализацией и портфеля с большой

капитализацией; HML_t (high minus low) – разница доходностей портфелей активов с высоким значением book-to-market отношения и с низким значением этого показателя; MOM_t (momentum) – разница доходностей портфелей «ПИФов-победителей» за последние 12 месяцев и «ПИФов-неудачников».

Данная модель является расширенной версией трёхфакторной модели Фамы-Френча с добавлением фактора импульса. При использовании данного подхода дальнейший анализ будет проводиться в cross-section форме.

Остановимся более подробно на рассматриваемой выборке. Как мы уже отмечали выше, для проведения анализа влияния факторов на ключевые показатели деятельности паевых фондов были собраны данные о деятельности 709 фондов. Были выделены две группы фондов: в первую группу вошли фонды акций и индекса (размер выборки составил 334 фонда, как открытых, так и интервальных), во вторую группу вошли фонды облигаций, денежного рынка и смешанные фонды (375 фондов). Для анализа доходности по модели Кархарта удалось собрать данные о стоимости пая за рассматриваемый период по 306 фондам. Однако для дальнейшего анализа влияния факторов с использованием альфа Кархарта мы были вынуждены сократить выборку до 154 фондов в виду отсутствия необходимой информации по остальным фондам. Отметим также, что при регрессионном исследовании использовались нормированные показатели.

Результаты оценки влияния факторов на доходность паевых инвестиционных фондов, баланс продаж и вознаграждение управляющей компании приведены в табл. 4, 6 и 7. Для оценки была использована модель панельной регрессии за период с 2007 г. по 2012 годы. Оценка проводилась отдельно по двум группам фондов: фондам акций и индекса, и по фондам облигаций, денежного рынка, смешанных

Для получения оценок избыточной доходности фондов акций и индекса была также применена вторая методика – оценка на основе модели Кархарта. Для получения оценок были рассчитаны вспомогательные необходимые переменные. В качестве рыночной доходности использовалась доходность индекса ММВБ, среднее ее значение по каждому году из рассматриваемого периода. Для расчета разницы доходностей портфелей активов с высоким значением показателем book-to-market отношения и с низким значением этого показателя использовались рассчитанные индекса акций стоимости и роста. Для этого были использованы российские компании, акции которых торгуются на рынке. Были отобрано 15

компаний стоимости и 15 компаний роста на основе ранжирования по значению price-to-book коэффициента и рассчитана разница доходностей соответствующих портфелей.

Для оценки разности средних доходностей портфеля с малой капитализацией и портфеля с большой капитализацией были использованы индексы ММВБ по компаниям малой и большой капитализации. Для оценки показателя разница доходностей портфелей «компаний-победителей» за последние 12 месяцев и «компаний-неудачников» были рассчитаны доходности компаний за последние 12 месяцев и отобраны самые удачливые и самые неудачливые компании. Доходность средневзвешенных портфелей данных компаний и использовалась для расчета данного показателя.

После получения значений необходимых показателей для каждого фонда из выборки (в рассмотрение вошло 306 открытых и интервальных ПИФов акций и индексных ПИФов) была оценена с помощью метода наименьших квадратов 4-х факторная модель Кархарта. Коэффициенты альфа были использованы в качестве соответствующих избыточных скорректированных на риск доходностей ПИФов в дальнейших расчетах.

Избыточная доходность паевого инвестиционного фонда является одним из ключевых характеристик его эффективности. Данный показатель рассчитывался по двум, описанным выше, методикам. В табл.4 представлен результат оценки влияния различных характеристик деятельности фонда на полученную избыточную доходность по двум группам фондов.

Рассмотрим доходность фондов акций и индексных ПИФов. Можно увидеть, что размер фонда оказывает положительное влияние на доходность. Данный вывод отличается от полученных в исследованиях Чена, Гонг, Хуан и Кубик (2004), Берка и Грин (2004), Яна (2008), Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013). Одним из возможных объяснений данного феномена на российском рынке коллективных инвестиций может быть то, что при отсутствии паевых супермаркетов и иных дистрибуторов паев, работающих по принципу открытой архитектуры, ОиИПИФ пока не несут повышенных издержек по поддержанию ликвидности паев фондов. Кроме того, управляющие крупных фондов имеют больше возможности в привлечении квалифицированных портфельных управляющих, а квалификация управляющих мелкими фондами значительно ниже. В определенной мере это согласуется с результатами Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) о преимуществах крупных семейств взаимных фондов.

Таблица 4 - Оценка влияние факторов на избыточную доходность ПИФа за период 2007-2012 гг.

В данной таблице объясняемой переменной является избыточная доходность, полученная паевыми инвестиционными фондами в 2007-2012 гг. В столбцах (1)-(3) представлены результаты оценки по группе ПИФов акций и индексных ПИФов. В столбцах (4),(5) представлены результаты по группе фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций. Столбцы (1), (2), (4), (5) были получены с использованием избыточной доходности, рассчитанной первым способом. В столбце (3) отражены результаты регрессии, в которую включена доходность, рассчитанная по модели Кархарта. В столбцах (1), (3) и (4) приведены результаты оценки без включения фиксированных эффектов. Модели (2) и (5) включают в себя фиксированные эффекты.

Избыточная доходность	Фонды акций и индексные ПИФы			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
Фактор	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
СЧА фонда	1.053*	3.988*			
Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	[0.2128] -1.015*	[1.1062] -2.273*	-0.084*	0.890*	1.968*
Общий размер расходов, связанных с деятельностью фонда	[0.3275] -0.136*	[0.6264] -0.217*	[0.025] -0.055*	[0.1641]	[0.2263] -0.041*
Размер прочих расходов по деятельности ПИФа	[0.0383] 5.595***	[0.0499] 9.749**	[0.0189]		[0.0056] 2.542***
Через кого осуществляются продажи паев ПИФа (1 – есть агент, 0 – самостоятельные продажи)	[3.0231] 7.636*	[4.3246]		6.168*	[1.4104]
Баланс продаж текущего периода	[2.1930] 0.004*	0.002***	0.0009**	[1.1185]	
Баланс продаж предшествующего периода	[0.0014] -0.004*	[0.0012] -0.004*	[0.0004]		
Оборачиваемость портфеля ПИФа в отчетном году, %	[0.0010] 0.003**	[0.0011] 0.003**			
Оборачиваемость портфеля инвесторов ПИФа, %	[0.0015]	[0.0012]	0.001***		
Количество ОиИПИФов в группе УК	-1.364*	-1.418*	[0.0006]		-1.679*
	[0.0339]	[0.4877]			[0.2915]

Доля УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех УК, %	0.110**	3.002*		1.846***	6.396*
	[0.0572]	[0.9035]		[1.0646]	[2.0139]
Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала, %	2.350*	3.067*		0.071*	0.077*
	[0.5892]	[0.8955]		[0.0197]	[0.0203]
Темпы роста выручки УК, %	-0.094	-0.148**	-0.083**		
	[0.0569]	[0.0607]	[0.0411]		
Тип ПИФа (открытый, интервальный)	-6.740***				
	[2.6693]				
Частота цитирования УК ПИФа в СМИ	-0.006***	-0.045*	-0.004**	-0.004*	-0.018*
	[0.0027]	[0.0101]	[0.002]	[0.0012]	[0.0046]
Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода	3.65**				
	[1.2795]				
Избыточная доходность ПИФа за предшествующий год, %.	-0.170*	-0.205*	0.426*	-0.257*	-0.318*
	[0.0087]	[0.0095]	[0.0094]	[0.0125]	[0.0108]
Размер вознаграждения УК			0.402*	2.001*	1.479**
			[0.123]	[0.4314]	[0.6389]
Иностранные ценные бумаги				-0.049***	
				[0.0277]	

Принадлежность УК той или иной группе компаний

Time fixed effect

Fund fixed effect

Количество наблюдений

Adj. R²

Уровень значимости: * - 1%, ** - 5%, *** - 10%

Indifferent

No

Yes

No

Yes

2004

2004

0.17

0.21

Indifferent

No

No

924

0.09

No

No

2250

0.24

Indifferent

Yes

Yes

2250

0.25

По ОиИПИФ акций избыточная доходность отрицательно связана со сроком жизни фонда, в то время как по паевым фондам облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций связь между сроком существования фонда и его избыточной доходностью является позитивной. Молодые взаимные фонды акций проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами. Подобная закономерность была получена в работе Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013). Возможно, специфическим объяснением данной закономерности на российском рынке коллективных инвестиций является стратегия «приукрашивания» доходности молодых фондов в целях их маркетинга для инвесторов.

Более высокая избыточная доходность у более «старых» паевых фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций может объясняться их меньшей приверженностью приемам искусственного завышения доходности при вхождении нового фонда в рынок из-за меньшей ориентации таких фондов на спекулятивно-настроенных частных инвесторов. Наиболее крупными клиентами таких фондов обычно выступают другие институциональные инвесторы и другие финансовые компании, а также нефинансовые корпорации.

Ожидаемой оказалась отрицательная связь избыточной доходности фондов и общих расходов на управление ими. Это в полной мере согласуется с результатами Гил-Базо, Руиз-Верди (2009) и Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013). Несколько неожиданным оказался именно позитивный характер зависимости избыточной доходности ОиИПИФов с размером прочих издержек по управлению ПИФами всех категорий. В данную статью обычно включаются относимые на уменьшение имущества фонда расходы по оплате услуг финансовых посредников, бирж, расчетных депозитариев, раскрытию информации и некоторые другие виды транзакционных расходов. Вероятнее всего здесь проявляются косвенные зависимости. Повышенный уровень прочих расходов может просто означать наличие в фонде профессиональных сотрудников, ответственно выполняющих работу по найму сторонних организаций и оплате необходимых для соблюдения законодательства услуг (например, публикации отчетности), в отличие от тех УК, где все операции фондов из-за экономии стремятся выполнять собственными силами.

Наличие у фонда агента продаж паев (например, Сити Банк, Сбербанк России, Райффайзенбанк и др.) так же может обеспечить более динамичное развитие фонда. Это

может быть связано с тем, что к дистрибуции через независимых крупных агентов допускаются только «качественные» фонды.

Результаты регрессии показывают наличие в отношении ОиИПИФ «эффекта умных денег», описанного Грубер (1996), Шенг (1999), Сапп и Тивари (2004) и многими другими исследователями, когда избыточная доходность зависит от баланса продаж текущего года. Если следовать гипотезе Грубера (1996) это может означать, что частные инвесторы в России научились отличать более компетентных портфельных управляющих от менее компетентных. Однако, скорее всего, в России данный эффект в большей мере объясняет теория Сапп и Тивари (2004), предполагавших, что частные инвесторы просто осознанно или нет следуют стратегии «моментум», вкладывая средства в те фонды, которые показывают лучшие результаты в текущем году, а на следующий год эти фонды также остаются лучшими.

В ОиИПИФ облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций «эффект умных денег» не проявляется. Это может объясняться более смещенной в сторону институциональных инвесторов и юридических лиц структурой собственников таких фондов, что ограничивает принятие инвестиционных решений о входе-выходе из них на основании наблюдения за поведением других инвесторов. Интересно, что у паевых фондов акций и индексных связь между доходностью текущего года и балансом продаж предшествующего периода носит отрицательный характер. Это может быть связано с тем, что после провала в продажах такого фонда на следующий год управляющие портфелями стремятся разными способами приукрасить их доходность. Такая стратегия, конечно, возможна только в случаях с мелкими фондами и при отсутствии каких-либо стандартов поведения при продажах финансовых продуктов частным инвесторам.

Положительное влияние на размер избыточной доходности оказывают также показатель оборачиваемость портфеля ПИФа. Проявление данной связи для ОиИПИФ акций и даже индексных фондов означает проявление позитивного эффекта активного управления портфельными инвестициями. В отношении ПИФов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций данная связь не работает. Из-за опасений перед процентным риском и другими рисками управляющие облигационными портфелями вынуждены поддерживать на краткосрочном уровне (до 1,5 лет) их дюрацию. Ориентация на преимущественно краткосрочные и среднесрочные облигации вызывает повышенные издержки на обеспечение деятельности фондов и проведение осторожной инвестиционной политики, что не позволяет

стратегиям активного управления облигационными портфелями реализоваться в повышенную избыточную доходность.

Так же из табл.4 видно, что доля чистой прибыли управляющей компании в размере ее собственного капитала также повышает избыточную доходность фонда, т.е., как и ожидалось, более устойчивые управляющие компании показывают более высокие результаты.

Хотя считается, что более высокие скидки на покупку паев могут устанавливаться для удержания клиентов в неблагополучных фондах, размер скидки при продаже паев через управляющую компанию при сроке инвестирования меньше полугода повышает доходность фонда, что подтверждает выводы, полученные в работе Грина, Хотгеса и Раковски (2007), которые опровергли гипотезу агентских издержек («agencycosthypothesis») о том, что более высокие скидки взимают фонды, показывающие более слабые результаты по доходности.

Интересным, на наш взгляд, фактором является доля управляющей компании данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех управляющих компаний. Данный показатель также оказывает положительное влияние на доходность, хотя, согласно гипотезе, ожидалась отрицательная взаимосвязь из-за опасений по поводу того, что управляющие крупными пакетами пенсионных накоплений и резервов могут перекладывать на рыночные паевые фонды бремя повышенных издержек из-за административно-ограничиваемых комиссий за управление пенсионными деньгами. Это, к счастью, не оправдалось. Положительный характер зависимости рассматриваемого показателя и избыточной доходности паевых фондов может объясняться более высоким уровнем квалификации УК, которым удастся выигрывать конкурсы на право управления пенсионными резервами и накоплениями.

Рассмотрим показатели, снижающие доходность фондов. Согласно столбцу (1) табл.4 (модель со случайными эффектами), возраст фонда негативно сказывается на доходности. Молодые фонды проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами. Подобная закономерность была получена также в работе Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013).

Избыточная доходность интервальных фондов выше, чем открытых (определяется типом ПИФа), так как их инвестиционные стратегии более рискованны. Гипотеза же о влиянии количества фондов под управлением одной УК не подтвердилась, вероятно, вследствие того, что эффект экономии на издержках не смог превзойти эффект большей

нагрузки на менеджеров, что может привести к недостаточному вниманию к специфике каждого отдельного фонда.

Интересно, что избыточная доходность предыдущего года и темп роста выручки управляющей компании негативно влияют на доходность текущего периода. Таким образом, динамика развития управляющих компаний может приводить к принятию более рискованных решений, а как следствие, снижению доходностей фондов.

Также был проведен анализ с включением в модель фиксированных эффектов. Как видно из столбца (2) табл.4 направления влияния факторов на избыточную доходность не изменилось, то есть изменения во времени и ненаблюдаемые внутренние различия между фондами не являются ключевыми в данном случае. Таким образом, введение фиксированных эффектов не изменяет направление влияния факторов на доходность фондов, этот вывод верен для двух групп фондов.

В виду того, что оценки коэффициентов модели с фиксированными эффектами считаются более робастными в классе линейных панельных моделей, полученное совпадение в направлениях влияния факторов может служить проверкой на устойчивость используемой спецификации. Однако подчеркнем, что модель со случайными эффектами позволяет учитывать большее количество информации об объектах. Так как проверка показала робастность модели, то рассмотрение случайных эффектов дает лучшее понимание того, как влияют факторы на доходность паевого фонда.

Рассматривая модель Кархарта, можно отметить, что ключевыми в данном случае показателями являются избыточная доходность предыдущего года и размер вознаграждения управляющей компании. Как видно, влияние данных факторов положительное. Хотя Гил-Базо, Руиз-Верди (2009) и Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) показали отрицательное влияние размера вознаграждения за управление взаимными фондами, вероятно большая заинтересованность менеджмента является стимулом для более эффективного управления. Интересно также отметить, что при применении показателя избыточной, рассчитанной по модели Кархарта, привело к изменению знака влияния доходности предыдущего периода по сравнению с расчетом по первой методике.

Расчет показателя доходности по 4х факторной модели Кархарта на наш взгляд представляет дополнительную техническую сложность, потому как требует оценки 4х факторной модели для каждого рассматриваемого фонда в каждый рассматриваемый период. Однако результат показывает, что при применении этого метода полученная доходность

ведет себя в значительной степени как авторегрессия первого порядка, т.е. текущее значение показателя зависит в значительной степени от значения предыдущего периода. Влияние же других параметров становится ниже, за исключением показателя размера вознаграждения управляющей компании.

Для лучшего понимания опишем ниже результаты оценок модели Кархарта. В табл. 5 приведена описательная статистика по показателям, входящих в 4х факторную модель в качестве объясняющих.

Таблица 5. Описательная статистика переменных 4х факторной модели Кархарта за период с 2007 по 2012 гг.

Показатель	Число наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Min	Max
2007					
Small-big	249	0.0006	0.0140	-0.0447	0.0742
High-low	249	-0.0002	0.0210	-0.1032	0.0961
Рыночная доходность	249	0.0005	0.0154	-0.0773	0.0360
Моментум	249	0.0016	0.0125	-0.0411	0.1342
2008					
Small-big	250	-0.0006	0.0336	-0.1526	0.1256
High-low	250	0.0005	0.0269	-0.1420	0.0899
Рыночная доходность	250	-0.0056	0.0451	-0.2295	0.2230
Моментум	250	0.0012	0.0145	-0.0983	0.1396
2009					
Small-big	249	0.0015	0.0203	-0.0788	0.0679
High-low	249	-0.0004	0.0216	-0.0611	0.0791
Рыночная доходность	249	0.0028	0.0298	-0.1036	0.0977
Моментум	249	0.0040	0.0128	-0.0253	0.0702
2010					
Small-big	249	0.0013	0.0097	-0.0424	0.0538
High-low	249	0.0018	0.0193	-0.0565	0.1087
Рыночная доходность	249	0.0007	0.0149	-0.0601	0.0536
Моментум	249	0.0052	0.0147	-0.0049	0.0836
2011					
Small-big	248	-0.0014	0.0104	-0.0344	0.0308
High-low	248	0.0017	0.0202	-0.0747	0.0795
Рыночная доходность	248	-0.0009	0.0174	-0.0848	0.0399
Моментум	248	0.0036	0.0148	-0.0136	0.1407
2012					
Small-big	249	-0.0003	0.0074	-0.0228	0.0210
High-low	249	0.0000	0.0140	-0.0676	0.0657
Рыночная доходность	249	0.0002	0.0127	-0.0407	0.0505
Моментум	249	0.0025	0.0151	-0.0444	0.1408

Из таблицы 5 видно, что средние значения объясняющих переменных модели Кархарта не сохраняют знаки, так например положительное среднее имеет только показатель импульса. Непостоянство знака отражается и в результатах оценки данной модели для фондов в разные периоды. Были получены следующие закономерности: в большинстве случаев показатель импульса оказывает отрицательное влияние на доходность пая, рыночная доходность – положительное, разница доходностей портфелей активов с высоким значением показателем book-to-market отношения и с низким значением этого показателя – положительное и показатель доходностей портфелей компаний разной капитализации не проявил устойчивой тенденции.

Оценка модели Кархарта для каждого фонда позволила выявить интересную закономерность в деятельности российских паевых инвестиционных фондов: альфа-Кархарта для рассматриваемых фондов в течение периода наблюдения изменялась в пределах отрезка $[-0.08, -0.06]$. Таким образом, согласно данной модели паевые фонды в России не создают положительную надбавку к доходности, обусловленную профессионализмом управляющих. Такая ситуация, как мы отмечали выше, не является сигналом плохой работы фондов в России. Близкие значения альфа в среднем имеют фонды в Германии, Швеции. В США среднее по отрасли значение данного показателя составляет -0.3^{24} .

Однако к данным оценкам необходимо относиться с крайней осторожностью, потому как объясняющая сила показателей 4х факторной модели достаточно низкая. В разные периоды времени значимость коэффициентов в моделях даже для одного фонда меняется (в виду того, что было оценено 1836 регрессий, мы не приводим результаты оценок в тексте исследования). Значение коэффициента детерминации в данных регрессиях не превышало уровня 8%.

На наш взгляд существует два возможных объяснения данной ситуации. Первое объяснение заключается в том, что данная модель не является подходящим инструментом при описании доходностей на рынке российских паевых инвестиций в виду низкой объясняющей силы используемых факторов. Подобная ситуация не является необычной, так, например, модели CAPM или 3х факторная модель Фамы-Френча также плохо работают при объяснении динамики российского фондового рынка. Второе возможное объяснение заключается в сложности расчёта объясняющих переменных модели из-за отсутствия необходимой статистической базы. Таким образом, может существовать две проблемы:

²⁴Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry. European Financial Management, Vol. 15, No. 1, 2009, 145–180.

проблема спецификации модели и проблема качества и доступности статистических данных. Решение первой проблемы возможно путем изменения спецификации, в то время как вторая проблема является еще одним подтверждением недостаточности развития информационной базы, описывающей рынок взаимных инвестиций в России.

В столбцах (4) и (5) приведены оценки модели для фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций. Как видно из таблицы, на их влияние оказывает меньшее количество факторов, чем на более волатильные показатели доходности фондов акций и индекса. Для данной группы фондов также рассматривались модели со случайными и фиксированными эффектами. Направления влияния основных показателей в двух моделях совпадают.

Отличительной особенностью данной категории фондов является положительное влияние срока жизни фонда на избыточную доходность по сравнению с фондами акций и индекса. Таким образом, чем старше становится фонд облигаций, денежного рынка или смешанных, тем выше получаемая им доходность. Это может быть следствием улучшения со временем стратегии инвестирования.

Доступ фондов к иностранным активам повышает доходность фондов из рассматриваемых категорий. Это может являться следствием диверсификации портфеля активов фондов облигаций, денежного рынка, смешанных.

Общим для всех фондов является независимость доходности фонда от принадлежности или отсутствия таковой к одной из групп. Фактически, был получен ответ на вопрос насколько эффективнее в портфельном управлении банковские холдинги, брокерские дома, нерезиденты, специализированные УК, УК крупных нефинансовых холдингов и УК страховщиков. Результаты исследования показали незначимость данного показателя.

В ходе исследования мы хотели получить ответ на вопрос: «Являются ли наиболее часто упоминаемые в рекламе управляющие компании самыми эффективными с точки зрения доходности управляемых ими фондов?». Как видно из таблицы, влияние данного показателя отрицательно для всех рассматриваемых групп фондов. Таким образом, более частое упоминание в прессе не позволит предсказать фонды с более высокой доходностью.

Что касается значимости факторов, в таблице приведены (вошли в модель) только значимые факторы, с уровнем значимости не ниже 10%. Мы привели также значения стандартного отклонения. Проверка с помощью теста Вальда показала значимость регрессии в целом.

Таким образом, основным выводом, который можно сделать на основе анализа факторов избыточной доходности ОиИПИФ, является тот факт, что российские паевые фонды и их инвесторы во многом следуют тем же закономерностям, что и их зарубежные аналоги. Это говорит о том, что отрасль коллективных инвестиций в нашей стране в целом на должном уровне выполняет те же функции по снижению издержек инвестирования в рискованные активы для частных и институциональных инвесторов, которые выполняют взаимные фонды во всем мире. Этим паевые фонды уже доказали свою необходимость и полезность на российском финансовом рынке.

В то же время, система регулирования коллективными инвестициями пока работает неэффективно, что отрицательно сказывается и на общих параметрах российских взаимных фондов.

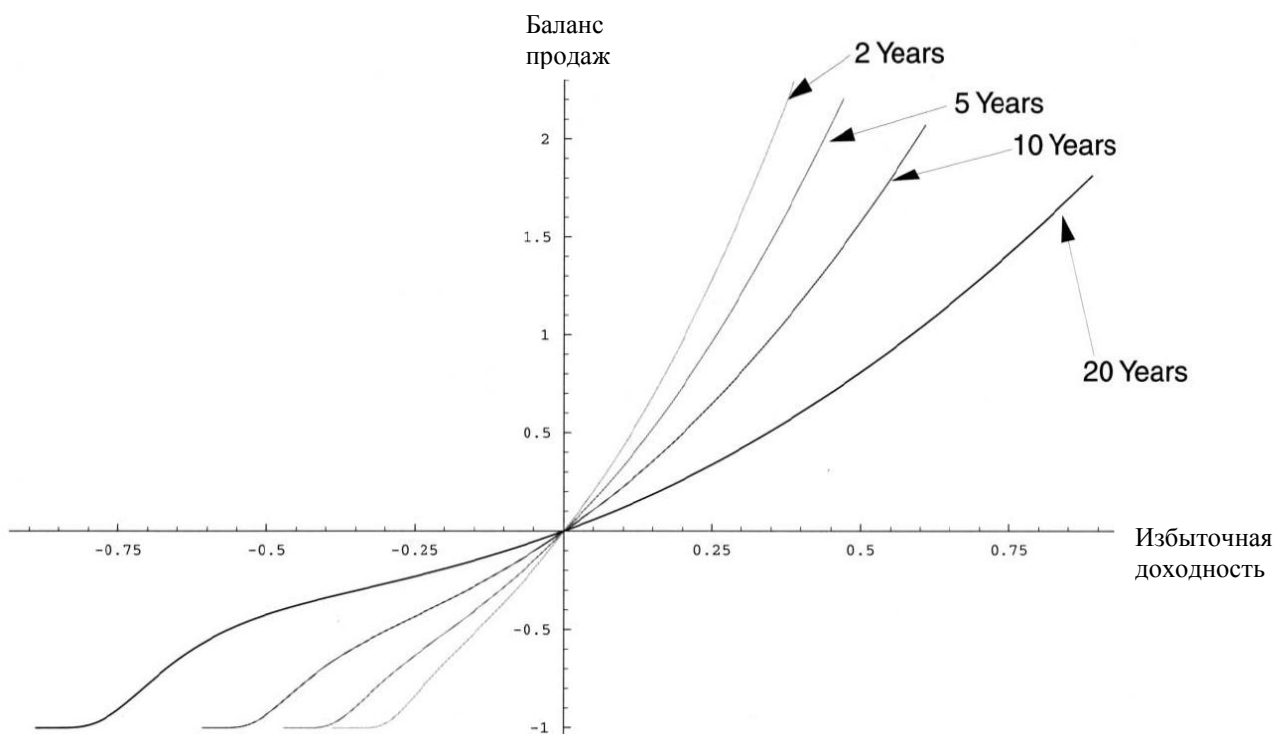
4. Факторы, влияющие на потоки средств частных инвесторов в паевых инвестиционных фондах

Основные гипотезы о факторах, влияющих на баланс продаж взаимных фондов, можно свести к следующему перечню.

Согласно модели Берка и Грина (2004)²⁵ баланс продаж взаимных фондов является функцией от избыточной доходности фондов за предшествующий период (далее – *функция продаж*). Данная функция в зоне убытков имеет выпуклую форму (рис.21). Выпуклость функции продаж отражает иррационализм в поведении инвесторов взаимных фондов, заключающийся в том, что при росте убытков фондов вывод средств из них осуществляется не так быстро как можно было бы ожидать при рациональном поведении инвесторов²⁶. При этом потоки в более молодых фондах гораздо более чувствительны к изменениям доходности, чем в более старых фондах.

²⁵ Berk, J. and Green, R. (2004) Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 112 №6, 1269–1295.

²⁶ Данный феномен с выпуклостью кривой зависимости баланса продаж от доходности взаимных фондов несколько похож на аномалии в поведении также в зоне убытков кривой функции полезности, связывающей доходность инвестиций с их полезностью для рационального инвестора, вызванной когнитивной предрасположенностью в поведении людей, а именно, страхом перед убытками. Указанная аномалия в поведении рациональных инвесторов была открыта Каннеманом и Тверски.



* Разные кривые на графике составлены для фондов с разными сроками жизни.

Источник: Berk, J. and Green, R. (2004) Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 112 №6, 1269–1295.

Рисунок 21 – Иллюстрация выпуклого характера функции зависимости баланса продаж текущего периода (ось Y) от избыточной доходности²⁷ взаимных фондов за предшествующий период времени (ось X).

По мнению Ипполито (1992)²⁸, Чевалье и Эллисон (1997)²⁹, Сирри и Туфано (1998)³⁰, Линча и Мусто (2003)³¹, Берка и Грина (2004) выпуклость функции в зоне убытков объясняется большей терпимостью инвесторов к убыткам взаимных фондов из-за того, что такие фонды вовремя заявляют о смене портфельных управляющих и инвестиционных стратегий, которые привели к убыткам. Гоецман и Пелес (1997)³² объясняли этот эффект, что инвесторы слабых фондов впадают в состояние когнитивного диссонанса и несколько переоценивают (приукрашивают) результаты их деятельности, оставаясь более терпимыми

²⁷Точнее избыточной доходности по сравнению с 4-х факторной моделью Кархарта.

²⁸ Ippolito R. 1992. Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Law & Finance* 35, 45-70.

²⁹ Chevalier J., Ellison G. 1997. Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167-1200.

³⁰ Sirri E.R., Tufano P. 1998. Costly search and mutual funds flows. *Journal of Finance*. 53, 1589-1622.

³¹ Lynch A., Musto D. How Investors Interpret Past Fund Returns. *The Journal of Finance*. Vol. LVIII, №. 5, October 2003.

³² Goetzmann W., Peles N. Cognitive dissonance and mutual fund investors. *The Journal of Finance Research*. Vol. XX, №2, 145-158, Summer 1997.

при решениях о выводе средств из таких фондов. При объяснении феномена выпуклости Хуанг и др. (2007)³³ попытались предложить комплексную модель факторов ее вызывающих путем анализа издержек инвесторов по получению информации о взаимных фондах и их транзакционных издержках.

Также согласно модели Берка и Грина (2004) фонды с наилучшими показателями доходности за прошлый период инвестируют все большую часть вновь получаемого капитала в пассивные стратегии, их волатильность и ошибка следования (trackingerror) снижаются. Соответственно фонды с наихудшими показателями доходности повышают свою волатильность, опасаясь вывода средств, сокращая часть портфеля, размещенную в пассивные стратегии. Это обусловлено тем, что условия вознаграждения за управление фондами, рассчитываемое в виде процента от СЧА фонда, поощряет хорошие показатели, но не наказывает за плохие результаты. Это придает выпуклый характер (как при опционах) функции выгод (вознаграждения) управляющего фондом. Данная выпуклость стимулирует управляющих принимать более высокие риски при инвестициях взаимных фондов.

Согласно предположениям Грин, Хотгес и Раковски (2007)³⁴ размер скидки существенно снижает потоки средств фондов, особенно у фондов с высоким уровнем оборачиваемости портфеля частных инвесторов (т.е. когда инвесторы слишком активно приобретают и погашают акции взаимных фондов). Они также показали, что фонды с высоким вознаграждением за маркетинг («комиссии 12b-1»³⁵) и надбавками, а также фонды с высоким вознаграждением за управление вряд ли склонны устанавливать высокие скидки. Это подтверждает гипотезу агентских издержек: фонд, стимулирующий привлечение долгосрочных инвесторов стремится минимизировать надбавки. По мнению Грин, Хотгес и Раковски, фонды, заинтересованные в удержании долгосрочных инвесторов, должны иметь низкое вознаграждение за маркетинг и высокие скидки для краткосрочных инвесторов.

³³ Huang J., Wei K., Yan H. Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance. The Journal of Finance. Vol. LXII, № 3, June 2007.

³⁴ Green J., Hodges C., Rakowski D. Daily mutual fund flows and redemption policies. Journal of Banking & Finance 31 (2007), 3822-3842.

³⁵ Согласно американскому законодательству взаимные фонды вправе взимать отдельную от вознаграждения управляющего плану, устанавливаемую в виде процента от среднегодовой СЧА фонда и предназначенную для оплаты услуг по маркетингу и продажам акций (паев) данных взаимных фондов. Российские ПИФы не вправе взимать такое вознаграждение, поэтому услуги по маркетингу и продажам паев ПИФов, как правило, оплачиваются за счет общего вознаграждения управляющей компании.

Одеан и др. (2005)³⁶ предположили, что потоки средств инвесторов фондов в большей мере зависят от доходности фондов, чем от структуры надбавок и скидок. Они также обнаружили существенную положительную корреляцию между потоком денежных средств и размером вознаграждения за маркетинг (12b-1)³⁷, а также негативную корреляцию между размером скидок и потоками. По их мнению, нет корреляции между общим размером вознаграждения и потоками. Причина, что в общем вознаграждении, как правило, учитывается вознаграждение 12b-1 (фонд может тратить данные средства на маркетинг, а может экономить на данных расходах).

Согласно Бергстрессеру и др. (2009) баланс продаж позитивно коррелирует с вознаграждением за дистрибуцию (в США это 12b-1, в России – вознаграждение управляющей компании или надбавка при продажах паев). Это предполагает, что объемы продаж через брокеров отражает меру их вознаграждения и заинтересованности в продажах взаимных фондов.

По мнению Одеана, Барбера и Женга (2005)³⁸ баланс продаж снижается в зависимости от надбавки, то есть части инвестиций, которую делят между собой спонсор фонда и его агент. Однако согласно Кристоффенсену и др. (2010)³⁹ разделение надбавки с брокером оказывает стимулирующий эффект на продажи, стимулируя инициативу брокера.

На простейших графиках, составленных по базе данных о 709 ОиИПИФ, мы попытались оценить действенность ряда факторов на баланс продаж взаимных фондов в России. На рис.22 анализируется зависимость баланса продаж 2012 г., рассчитанного как отношение суммы баланса продаж паев текущего года к СЧА ПИФа за предшествующий год, к годовым доходностям всех категорий ОиИПИФ за 2012 и 2011 гг. В 2012 г. фондовый рынок России рос, доходность была позитивной. Однако полученные результаты свидетельствуют о нечувствительности баланса продаж к изменениям доходности паевых инвестиционных фондов, в том числе в зоне убытков. Вне зависимости от того, что в 2011 г. рынок падал, а в 2012 г. он рос, в 2012 г. инвесторы выводили средства из фондов,

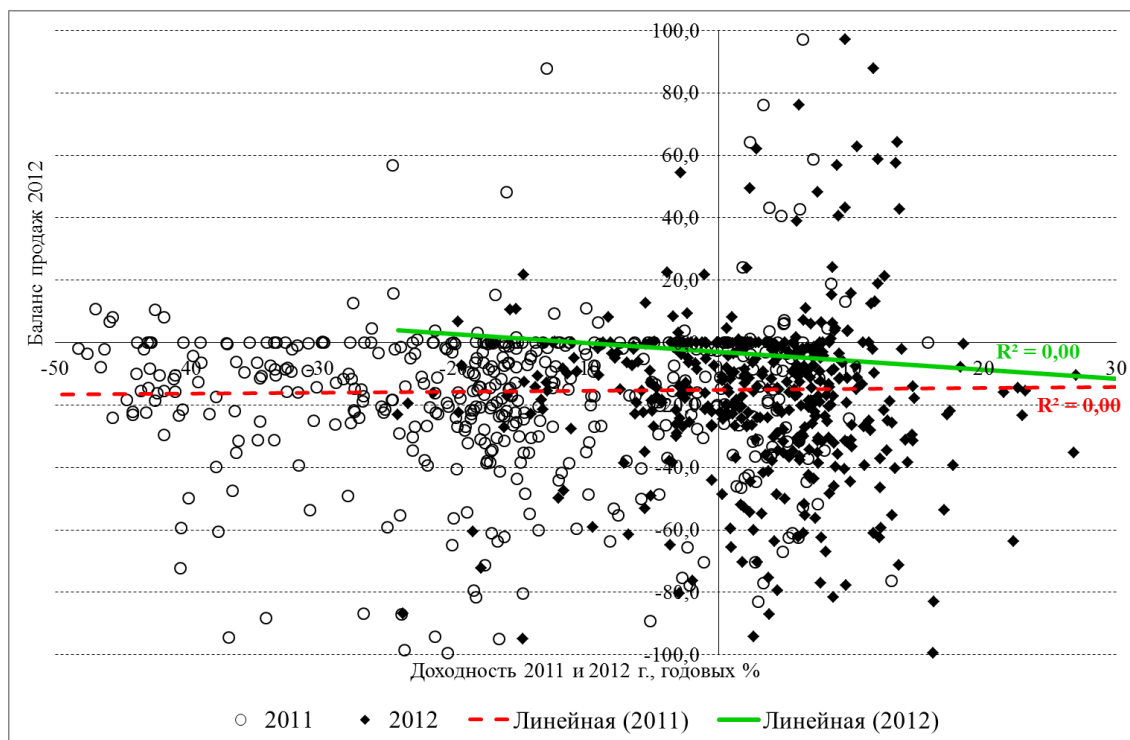
³⁶ Odean T., Barber B., Zheng L. (2005). Out of sight, out of mind: The effect of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business* 78, 2095-2120.

³⁷ Это совпадает с выводами работы Jain P., Wu J.S. 2000. Truth in mutual funds advertising: Evidence on future performance and fund flows. *Journal of Finance* 55, 937-958.

³⁸ Odean T., Barber B., Zheng L. (2005). Out of sight, out of mind: The effect of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business* 78, 2095-2120

³⁹ Christoffensen S., Evans R., Musto D. 2010. What do consumers' fund flow maximize? Evidence from their brokers incentives. *Work. Pap., Univ. Tor./ Univ. Va./ Univ. Pa.*

практически не реагируя на доходность конкретных фондов в предшествующем 2011 г. или текущем 2012 г.



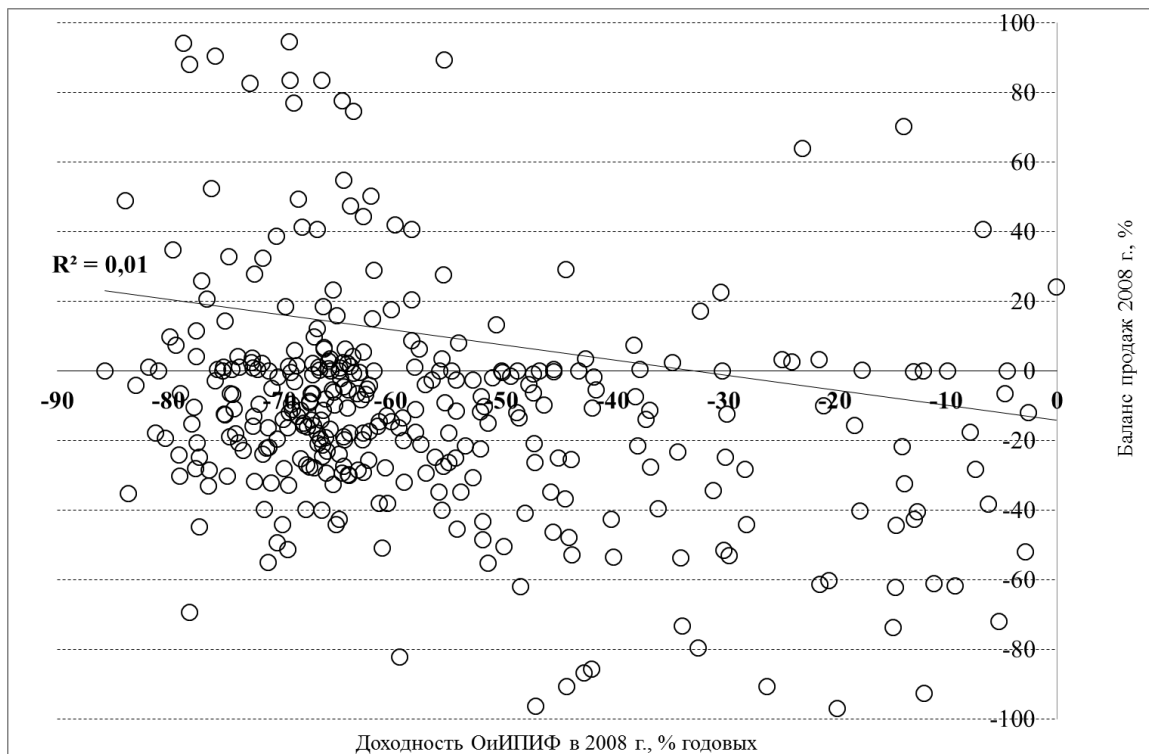
В легенде указаны годы, за которые берется годовая доходность.

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа.

Рисунок 22 - Зависимость баланса продаж паев ОиИПИФов 2012 г. от доходности текущего и предшествующего года (на растущем рынке).

Определенный иррационализм в поведении пайщиков российских ОиИПИФ во время финансового кризиса иллюстрируется на рис.23, где приводятся данные о балансе продаж ОиИПИФ в 2008 г. и доходности данных паевых фондов в том же году. При этом в выборку были включены только те паевые фонды, которые получили отрицательную доходность по итогам 2008 г., а именно, по 373 ОиИПИФ из 382 фондов, работавших в 2008 г. Коэффициент детерминации между показателями доходности взаимных фондов и балансом их продаж, равный 0,01, говорит об отсутствии явной связи между ними, однако, наклон прямой все же может указывать на наличие слабой тенденции, когда с ростом убытков объемы продаж паев фондов также росли. Это не случайно, поскольку во время кризиса, граждане часто покупали паи ПИФов, руководствуясь стратегией «покупай на падающем рынке, продавай на растущем».

Но даже, если игнорировать наклон прямой, нулевой коэффициент детерминации также говорит об иррационализме поведения пайщиков взаимных фондов, выражающемся в отсутствии связи между продажами паев и доходностью (точнее, убыточностью) паевых фондов.

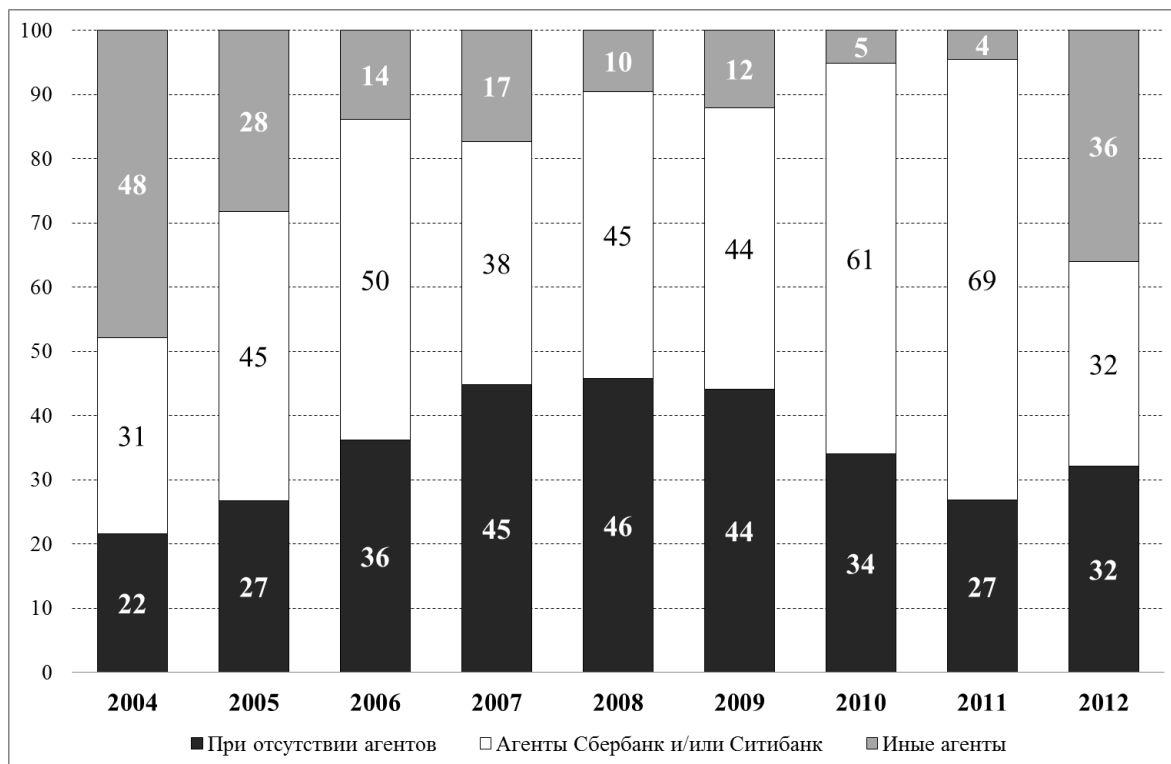


Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФа.

Рисунок 23 - Баланс продаж паев и текущая доходность в 2008 г. ОиИПИФ, получивших отрицательную доходность по итогам 2008 г. (на падающем рынке)

Осуществление продаж паев ОиИПИФ через крупные розничные банки, прежде всего, Сбербанк России и Ситибанк, способствует росту продаж фондов. По нашим расчетам (рис.24) в 2012 г. из всего объема выданных паев примерно треть приходилась на фонды, у которых агентами по выдаче, погашению и обмену паев выступали Сбербанк и Сити; треть – на фонды с другими агентами и треть – на фонды без агентов. До 2012 г. наибольший объем выдач паев приходился на фонды, где агентами выступали Сбербанк России и Сити банк. Однако в последние годы на российском рынке коллективных инвестиций просматривается, скорее, тенденция свертывания паевых супермаркетов и практики открытых продаж паев ПИФов крупнейшими розничными банками. Сбербанк России приобрел собственную управляющую компанию, поэтому в его продажах теперь преобладают преимущественно

собственные (in-house) паевые фонды⁴⁰. Сити банк выборочно подходит к отбору взаимных фондов, продаваемых в его сети; кроме того, у него все более активно появляются собственные продукты, конкурирующие со «сторонними» ПИФаами. Возможно, отражением того, что роль крупных розничных банков в продажах взаимных фондов третьих лиц снижается, является сокращение в 2012 г. доли фондов, у которых Сбербанк и Сити банк являются агентами, с 69% в 2011 г. до 32% в 2012 г.



Источник: по расчетам авторов исследования⁴¹

Рисунок 24 - Доля разных каналов дистрибуции при выдаче паев ОиИПИФ, %

В табл. 6 представлены результаты оценивания влияния факторов на баланс продаж паев фонда. Показатель, используемый в качестве объясняемой переменной в данной модели, рассчитывается следующим образом: баланс продаж паев текущего года, деленный на СЧА данного ПИФа на конец предыдущего периода, умноженный на 100%

⁴⁰К этому стоит добавить практически прекращение деятельности небанковских паевых супермаркетов инвестиционных компаний Алор (Цивилизация 41) и Алемар.

⁴¹На основании данных об агентах по выдаче, погашению и обмену паев паевых инвестиционных фондов за 2011-2012 гг.

Таблица 6 - Оценка влияние факторов на баланс продаж ПИФа за период 2007-2012 гг.

В данной таблице объясняемой переменной является баланс продаж паевого инвестиционного фонда за 2007-2012 гг. В столбцах (1)-(3) представлены результаты оценки по группе фондов акций и индексным фондам. В столбцах (4),(5) представлены результаты по группе фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций. Столбцы (1), (2), (4), (5) были получены с использованием избыточной доходности, рассчитанной первым способом. В столбце (3) отражены результаты регрессии, в которую включена доходность, рассчитанная по модели Кархарта. В столбцах (1), (3) и (4) приведены результаты оценки без включения фиксированных эффектов. Модели (2) и (5) включают в себя фиксированные эффекты.

Баланс продаж	Фонды акций и индексные ПИФы			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
Фактор	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Избыточная доходность текущего года	0.254***	0.122***			
	[0.1486]	[0.0725]			
Избыточная доходность предшествующего года			-0.543*	0.219***	
			[0.1394]	[0.1129]	
Баланс продаж предшествующего года	-0.015***	-0.192*	-0.027***		-0.199*
	[0.0078]	[0.0084]	[0.0151]		[0.0051]
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	-2.916***		-1.615***	-3.829**	
	[1.7598]		[0.9331]	[1.4948]	
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	-7.337**				
	[2.7392]				
Размер скидки через УК при сроке инвестирования более года	3.848**		4.279**	1.088***	
	[1.5198]		[1.949]	[0.6509]	
Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.			1.623***	5.077***	
			[1.0419]	[2.8896]	
Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	9.797**				
	[3.9961]				
Частота цитирования УК ПИФа в СМИ	0.043***	0.014**	0.099*		
	[0.0252]	[0.0071]	[0.0354]		
Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	-9.738**	-3.104**	-1.873***	-3.705***	
	[3.8545]	[1.3571]	[0.9622]	[1.9332]	

Количество ОиИПИФов в группе УК	2.452***	5.754***		-3.407**	
Собственный капитал УК	[1.4378]	[3.3451] -2.015***	-1.133***	[1.5567]	
Своевременность раскрытия отчетности о ПИФе		[1.1669]	[0.6556] 6.984***		
СЧА фонда			[3.7786]		1.078*
					[0.3545]
Принадлежность УК той или иной группе компаний	Indifferent			Indifferent	
Time fixed effect	No	Yes	No	No	Yes
Fund fixed effect	No	Yes	No	No	Yes
Количество наблюдений	2004	2004	924	2250	2250
Adj. R ²	0.11	0.14	0.12	0.08	0.14
Уровень значимости: * - 1%, ** - 5%, *** - 10%					

Как видно из табл.6, на баланс продаж фонда также влияет большее количество факторов. Будем следовать принципу, использованному при описании избыточной доходности, т.е. рассмотрим сначала факторы, влияющие положительно, затем – отрицательно. Начнем рассмотрение со столбца (1).

Более высокая избыточная доходность текущего года ведет к положительной динамике в балансе продаж. В определенной мере это согласуется с моделью Берка и Грина (2004), однако с той разницей, в классической функции продаж баланс продаж взаимных фондов зависит от избыточной доходности не текущего, а предшествующего периода. Большая ориентация российских пайщиков именно на текущую доходность паевых фондов может быть связана с тем, что по сравнению с развитыми странами они являются относительно краткосрочными инвесторами.

Нами также не выявлено наличие выпуклости в зоне убытков в функции продаж взаимных фондов на российском рынке коллективных инвестиций. Это требует более детальных тестов. Однако, как было показано на графике рис..23, во время кризисов на фондовом рынке российские пайщики демонстрируют некоторую склонность к иррациональному поведению, предпочитая не продавать, а, наоборот, приобретать паи фондов даже с отрицательной доходностью.

Также положительное воздействие оказывает большее количество фондов, находящихся под управлением рассматриваемой компании. Это является следствием проявления масштаба деятельности управляющей компании и больших возможностей крупных УК прибегать к услугам розничных банков в качестве продавцов паев своих ПИФов.

Интересно отметить, что размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше положительно влияет на баланс продаж, что подтверждает результаты, полученные Бергстрессером и др. (2009) и Кристоффенсеном и др. (2010). Однако при сумме инвестиций до 30 тыс. руб. данный эффект не проявляется. Это показывает, что существует некий порог по величине инвестиций, начиная с которого агент становится более заинтересован в увеличении баланса продаж, что частично подтверждает выводы Одеана, Барбера и Женга (2005). Также положительное влияние оказывает показатель размера скидки при продажах через УК при сроке инвестирования более года. Это может объясняться тем, что чем выше размер вознаграждения посредника, тем более он заинтересован в продажах.

При этом, размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций как до 30 тыс. руб., так свыше 300 тыс. руб. оказывают отрицательное влияние на баланс продаж. В данном случае повышение размера надбавок, взимаемых при продажах через УК, не ведет к автоматическому росту продаж паев из-за ограниченности их маркетинговой сети управляющих компаний. Поэтому в данном случае с УК рост размера надбавки в большей мере играет роль ограничителя продаж, чем повышение пропускной способности сети продаж.

Для фондов акций и индекса также характерно отрицательное влияние баланса продаж предшествующего года на текущий баланс. Хотя в некоторых других исследованиях выявлена положительная взаимосвязь, можно сделать предположение, что на российском рынке отрицательное воздействие связано с пиками деловой активности.

Возраст фонда (срок жизни хонда) также отрицательно влияет на баланс продаж. Это связано с закономерностями в поведении избыточной доходности фондов, отмеченными в комментариях к табл.4. По ОиИПИФ акций избыточная доходность отрицательно связана со сроком жизни фонда.

При включении в модель фиксированных эффектов (столбец (2)) направление влияние основных показателей не изменилось. Однако влияние надбавок и скидок стало незначимо отличным от нуля. Из этого можно заключить, что влияние данных факторов является присущим скорее отрасли в целом, нежели отдельно взятым фондам.

При включении в модель доходности, рассчитанной по модели Кархарта, было выявлено отрицательное влияние доходности за предыдущий период. Переход от показателя текущей доходности к запаздывающему показателю связан с отрицательной авторегрессионной связью в модели доходности, описанной ранее.

При рассмотрении модели влияние факторов на показатель баланса продаж фондов облигаций, денежного рынка и смешанных фондов можно отметить меньшее количество значимых факторов.

Некоторые показатели имеют схожее влияние, что и для фондов акций и индекса. Однако есть и различия. Так, например, количество фондов под управлением одной управляющей компании негативно влияет на баланс продаж. Также пороговое значение суммы инвестиций, при котором размер надбавки при продаже через агента влияет на баланс продаж значительно ниже: так влияние существует при сумме инвестиций меньше 30 тыс. руб.

Если же рассмотреть модель с фиксированными эффектами, которая опирается на структуру панельных данных, что позволяет учитывать неизмеримые индивидуальные различия объектов, которые носят постоянный характер, выявлено влияние только двух факторов: отрицательное воздействие баланса продаж предыдущего года (как и для фондов акций и индексных фондов), а так же положительное воздействие размера фонда. Таким образом, по мере роста фонда продажа растут. Это вполне естественно, что доверие инвесторов на российском рынке больше к крупным игрокам рынка паевого инвестирования. Влияние же остальных факторов модели со случайными эффектами незначимо, следовательно, баланс продаж определяется скорее ненаблюдаемыми внутренними характеристиками фонда, нежели показатели размера скидок и надбавок, и количеством фондов под управлением.

Как и в случае с моделью доходности, общим для всех фондов является независимость баланса продаж от принадлежности или отсутствия таковой к одной из групп (банковские холдинги, брокерские дома, нерезиденты, специализированные УК, УК крупных нефинансовых холдингов и УК страховщиков).

Проверка с помощью теста Вальда показала значимость регрессии в целом по каждой из 5 моделей. В табл.6 приведены только значимые факторы, с уровнем значимости не ниже 10%.

Таким образом, динамика продаж российских коллективных инвестиций во многом следует тем же закономерностям, которые характерны для взаимных фондов, прежде всего развитых стран. Это свидетельствует о важной закономерности: российские частные инвесторы, несмотря на более короткий горизонт их стратегий, стремятся следовать стандартам разумного инвестирования и вполне серьезно относятся к рыночным ПИФам как объекту сбережений. Однако количественные и качественные характеристики продаж паев взаимных фондов в России еще далеки от совершенства. Действующая в России система дистрибуции паев является одним из основных ограничителей развития коллективных инвестиций и принципов разумного инвестирования. Основной ее изъян в том, что она не дает возможности беспрепятственно переключать инвестиции частных инвесторов между открытыми и интервальными ПИФами разных компаний. Плохо обстоит дело с аналитикой, информационно-аналитическими ресурсами о взаимных фондах.

5. Факторы, влияющие на размер вознаграждения управляющих компаний

Последним рассмотренным показателем паевого инвестиционного фонда является размер вознаграждения управляющей компании.

Кхорана, Сирваес и Туфано (2008) на основании выборки из 46,6 тыс. взаимных фондов из 18 развитых стран пришли к выводам о том, что вознаграждение за управление меньше в крупных фондах и семействах крупных фондов, а также в индексных фондах и фондах фондов. Они также пришли к заключениям, что вознаграждение за управление ниже в странах с более развитыми правовыми системами, где законодательство об инвестиционных фондах требует наличия независимого депозитария и регистрации взаимных фондов. Также вознаграждение за управление ниже в странах с более высокими доходами на душу населения, с более образованным населением, более ранними сроками появления коллективных инвестиций и менее концентрированной банковской системой.

В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (2000) пришла к выводу, что размер вознаграждения за управление взаимными фондами снижается с ростом размеров фондов. В исследовании Латзко (1999) подтверждается наличие аналогичной взаимосвязи между размером фондов и вознаграждением, однако отмечается, что наиболее отчетливо тенденция снижения издержек по мере роста масштабов наблюдается у взаимных фондов с активами свыше 3,5 млрд. долл. Вахал и Вангб (2011) показали, что приход на рынок новых взаимных фондов заставляет действующие фонды снижать издержки по управлению ими.

Результаты оценки модели приведены в табл.7. С данным показателем в роли объясняемой переменной мы также оценили пять моделей: 3 для фондов акций и индекса (включая модель с применением показателя избыточной доходности, полученной по модели Кархарта), и 2 – для фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций.

Сначала рассмотрим результаты оценок, полученных по группе фондов акций и индекса. Из табл.7 видно, что размер вознаграждения управляющей компании обусловлен многими факторами.

Например, в более крупных фондах по стоимости чистых активов размер вознаграждения УК выше. Такая тенденция является общей также и для фондов облигаций⁴². Это может объясняться тем, что в крупных взаимных фондах расходы на управление ими более полно отражаются в составе их издержек, в то время как в мелких фондах многие расходы, связанные с поддержанием их деятельности, как правило, не относятся на уменьшение их имущества.

⁴² Для простоты здесь и далее будем ссылаться на фонды облигаций, денежного рынка и смешанные фонда как на фонды облигаций.

Общим для всех фондов также является то, что оборачиваемость портфеля ПИФа в отчетном году увеличивает размер вознаграждения управляющего. Таким образом, применение краткосрочных стратегий на рынке российских паевых инвестиций также ведет к росту вознаграждения.

Как видно из анализа, большая рентабельность управляющей компании ведет к росту ее вознаграждения. Хотя в данном случае может проявляться эффект обратной причинности – стремление повышения рентабельности управляющей компании вынуждает ее увеличивать размеры получаемого вознаграждения.

Наличие агента по продажам у фонда акций и индекса ведет к повышению вознаграждения УК. Это говорит о том, что часть вознаграждения УК за управление фондами может перераспределяться в пользу стимулирования маркетинга и продаж паев. В российских взаимных фондах это таит дополнительные риски для пайщиков, поскольку в отличие от американских фондов, где есть вознаграждение 12b-1, доля вознаграждения за управление ОиИПИФ, направляемая на цели маркетинга и продаж их паев, является непрозрачной для пайщиков фондов.

Для фонда акций и индексного фонда тип ПИФа играет значимую роль. Так если фонд является интервальным, вознаграждение управляющего снижается. Повышение доли УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех управляющих компаний ведет к повышению вознаграждения менеджера. То есть отчасти, переложение косвенным образом издержек на управление пенсионных резервов и накоплений на паевые фонды имеет место, хотя не в тех масштабах, что мы предполагали ранее (см. комментарии к табл.4)

Интересно, что большее количество фондов под управлением ведет к повышению размера вознаграждения. С одной стороны эффект масштаба должен позволять снижение расходов, а соответственно и получение возможностей снижения требуемого вознаграждения. С другой стороны, большее количество фондов требует большего количества нематериальных (высококвалифицированный персонал) ресурсов для обеспечения высокого качества управления активами.

Мы также получили, что баланс продаж отрицательно влияет на размер вознаграждения управляющей компании, однако величина влияния незначительна.

Величина же полученной за предыдущий год доходности оказывает положительное влияние на вознаграждение управляющего, что является логичным следствием более

высокого качества управления активами. Данная тенденция присуща всем рассматриваемым категориям фондов.

Размер скидки при продажах через УК при сроке инвестирования меньше полгода положительно влияет на вознаграждение менеджмента, как для фондов акций, так и для фондов облигаций. Однако данный эффект исчезает при включении фиксированных эффектов. Такая же ситуация с показателем размера надбавки при продажах через агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше. Интересно, что высокий объем инвестирования является своеобразным толчком к увеличению размера вознаграждения управляющей компании.

Отметим также, что при рассмотрении фондов индекса и акций, была обнаружена положительная взаимосвязь между размером вознаграждения УК и ее принадлежностью к брокерской группе.

При переходе к модели с фиксированными эффектами в группе фондов акций и индекса основные направления влияния факторов также сохраняются, а возникшие различия описаны выше. Необходимо, однако, принимать во внимание тот факт, оценки, полученные по модели с фиксированными эффектами, являются более устойчивыми. Включение в модель доходности, рассчитанной по четырехфакторной модели Кархарта, не привело к сильным изменениям в результатах. Тем не менее, есть некоторые различия. Например, более чувствительный к рыночным колебаниям показатель доходности позволил выявить отрицательное влияние избыточной доходности текущего года. Также было установлено положительное влияние местонахождения управляющей компании. Это неудивительно, что размер вознаграждения управляющих компаний Москвы и Санкт-Петербурга выше, чем в других регионах. Но если рассмотреть влияние данного показателя на вознаграждения управляющих компаний фондов облигаций, то влияние противоположное.

Еще одной отличительной особенностью фондов облигаций является отрицательное влияние собственного капитала УК на размер ее вознаграждения. Таким образом, наша гипотеза эффекта масштаба в данном конкретном случае не подтвердилась. И необходимо отметить также, что включение фиксированных эффектов сделало незначимым влияние данного показателя. А значит, что изменение в размере вознаграждения управляющей компании зависит скорее от ненаблюдаемых внутренних факторов фонда, нежели от объема собственного капитала управляющей компании.

Проверка по тесту Вальда показала значимость регрессии в целом по каждой из 5 моделей. В таблице приведены только значимые факторы, с уровнем значимости не ниже 10%.

Таблица 7 - Оценка влияние факторов на вознаграждение управляющей компании ПИФа за период 2007-2012 гг.

В данной таблице объясняемой переменной является вознаграждение управляющей компании за 2007-2012 гг. В столбцах (1)-(3) представлены результаты оценки по группе фондов акций и индексных фондов. В столбцах (4),(5) представлены результаты по группе фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций. Столбцы (1), (2), (4), (5) были получены с использованием избыточной доходности, рассчитанной первым способом. В столбце (3) отражены результаты регрессии, в которую включена доходность, рассчитанная по модели Кархарта. В столбцах (1), (3) и (4) приведены результаты оценки без включения фиксированных эффектов. Модели (2) и (5) включают в себя фиксированные эффекты.

Размер вознаграждения управляющей компании	Фонды акций и индексные фонды			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
Фактор	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
СЧА фонда	2.102**	3.313***		2.469**	1.080**
Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	[0.8040] 0.067*	[1.9601] 0.038***	0.121*	[1.0755] 0.027***	[0.5133] 0.051**
Через кого осуществляются продажи паев ПИФа (1 – есть агент, 0 – самостоятельные продажи)	[0.0164] 0.605*	[0.0204]	[0.0238] 0.295***	[0.0148]	[0.0211]
Баланс продаж текущего года	[0.1762] -0.0007**	-0.0008*	[0.1538] -0.0006**		
Избыточная доходность текущего года	[0.0003]	[0.00002]	[0.0003] -0.002*	0.002**	0.002**
Избыточная доходность предшествующего года	0.006**	0.003**	[0.0005] 0.0015**	[0.0008] 0.002*	[0.00072]
Оборачиваемость портфеля ПИФа в отчетном году	[0.0023] 0.005*	[0.0011] 0.005*	[0.0007] 0.0007*	[0.0006] 0.0004*	0.0004*
Количество ОиИПИФов в группе УК	[0.0014] -2.560**	[0.00014] -1.982***	[0.0002]	[0.00012]	[0.00002]
Доля УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех УК, %	[1.0151] 0.013*	[1.2133] 0.010**			
	[0.0028]	[0.0037]			

Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала, %	0.036*	0.0397*	0.038***	0.0021*	0.0025*
Тип ПИФа (1 -открытый, 0 - интервальный)	[0.0109] -0.351**	[0.0129]	[0.0191]	[0.0002]	[0.0008]
Оборачиваемость портфеля инвесторов ПИФа, %	[0.1659] 0.002**	0.0018**	0.0051*	0.0014***	0.0016**
Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода, %	[0.0009] 0.654*	[0.00091]	[0.0008]	[0.00076] 0.407*	[0.0008]
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	[0.0988]		-0.373***	[0.0769] 0.313***	
Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	-0.913*		[0.2053]	[0.1686]	
Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	[0.2326] 1.269*		0.865*	0.254***	
Собственный капитал УК	[0.2989]		[0.2447]	[0.1436] -1.350***	
Место нахождения УК			0.623***	[0.7124] -0.469*	
Принадлежность УК той или иной группе компаний	Broker group positive		[0.328] Indifferent	[0.1662] Indifferent	
Time fixed effect	No	Yes	No	No	Yes
Fund fixed effect	No	Yes	No	No	Yes
Количество наблюдений	2004	2004	924	2250	2250
Adj. R ²	0.19	0.19	0.14	0.22	0.24
Уровень значимости: * - 1%, ** - 5%, *** - 10%					

5.6. Основные факторы, препятствующие развитию коллективных инвестиций в России

На основании проведенного анализа можно сформулировать следующие основные факторы, препятствующие росту российских коллективных инвестиций.

1. В отрасль не поступает достаточных средств от частных инвесторов и пенсионных фондов. Проблема притока сбережений домашних хозяйств, пенсионных и страховых резервов в российские взаимные фонды обусловлена отсутствием привлекательных механизмов для долгосрочных добровольных сбережений граждан в пенсионных планах и в страховых продуктах. Механизмы, с помощью которых в мире решались проблемы формирования долгосрочных частных сбережений, включает корпоративные пенсионные планы, индивидуальные инвестиционные счета, паевые фонды страховщиков (unit-linked products), аннуитеты и др. Все указанные механизмы стимулируются за счет налоговых льгот. В России данные механизмы либо отсутствуют, либо работают неэффективно.

2. В настоящее время в России отсутствует стратегия развития каналов продаж инвестиционно-финансовых продуктов в целом и паев взаимных фондов, в частности. Стандарты разумного инвестирования предполагают наличие у инвестора возможности реального выбора на конкурентных условиях инвестиционно-финансовых продуктов от разных «производителей», а также получения объективной и полной информации о продаваемых ему продуктах. Реализовать все это возможно лишь при условии активного применения крупнейшими розничными банками систем продаж инвестиционно-финансовых продуктов на условиях открытой архитектуры, то есть с допуском в сеть продаж продуктов и услуг третьих лиц. Важную роль в формировании паевых супермаркетов играют инфраструктурные проекты, такие как в США (FUND/SERV), в европейских расчетных системах Клирстрим (Vestima+), Евроклир (FundSettle), на Шанхайской бирже в Китае (SSEFundTradingsystem), в Национальной депозитарии Индии (NSDL). Данные проекты позволяют создать единую систему заключения сделок и гарантированных расчетов между производителями финансовых продуктов и их продавцами (брокерами и банками).

К сожалению стратегии развития крупнейших розничных банков в России и Московской биржи не уделяют должного внимания решению данных проблем. Многие российские банки в большей мере ориентированы на преимущественную продажу «in-house» инвестиционно-финансовых продуктов.

3. Рассогласование механизмов конкуренции внутри отрасли коллективных инвестиций из-за низких стандартов регулирования этой конкуренции и защиты прав потребителей инвестиционно-финансовых услуг (в данном случае пайщиков). Действующее законодательство не обеспечивает поддержание конкурентной среды в отрасли коллективных инвестиций, а также преодоление сегментированного характера данного рынка.

4. Из-за ограниченности факторов роста стоимости чистых активов российские взаимные фонды являются мелкими, и не позволяют реализоваться эффектам масштаба деятельности. Размеры издержек инвесторов на оплату расходов по управлению паевыми инвестиционными фондами в России являются одними из самых высоких в мире.

5. Система регулирования коллективных инвестиций пока работает неэффективно, что отрицательно сказывается и на общих параметрах российских взаимных фондов. Уже третий год из-за постоянных изменений в структуре регулирующих органов и их компетенции практически заблокирован процесс обновления ФЗ «Об инвестиционных фондах» и нормативных правовых актов, необходимых для его реализации. До сих пор, спустя год после поправок в ФЗ «Об инвестиционных фондах», предусматривающих возможность создания биржевых ПИФов (ETFs), не приняты нормативные акты, необходимые для появления данного продукта на внутреннем рынке. Между тем, на Московской бирже стали активно допускаться к биржевому обращению иностранные ETFs, являющиеся прямыми конкурентами внутренних взаимных фондов.

6. Несмотря на позитивные успехи в развитии таких информационно-аналитических ресурсов как Invesfunds.ru, СПАРК, plu.ru, финансовая отчетность и аналитика по ПИФам в должном объеме пока не стала доступной для внутренних частных инвесторов. Проведение академических исследований по российским взаимным фондам (таким как настоящее исследование), требует огромных затрат времени на сбор и обработку информации. В результате в иностранных научных базах и СМИ практически в отличие от многих развивающихся стран практически отсутствуют исследования о российских взаимных фондах. Это является серьезным барьером для привлечения интереса к российским коллективным инвестициям со стороны иностранных инвесторов.

7. Наконец, необходимо повышать требования к профессионализму деятельности специалистов, работающих в сфере коллективных инвестиций. Совокупные результаты ОиИПИФ (см. раздел 2) пока серьезно уступают бенчмаркам, уровень вознаграждения за

управление – слишком высок. В отрасли необходимо привлечение новых знаний и компетенций.

7. Оценка действующего порядка регулирования, надзора и политики развития в сфере коллективных инвестиций в России

Важную роль в развитии коллективных инвестиций играет степень активности регулирующих органов по усовершенствованию правовой базы деятельности взаимных фондов. В табл.8 приводятся некоторые параметры развития отрасли коллективных инвестиций, соотнесенные с периодами, когда у руля ФСФР (ФКЦБ) России находились те или иные руководители. Вклад каждого из руководителей в развитие коллективных инвестиций мы попытались оценить с помощью показателей стоимости чистых активов и количества работающих открытых и интервальных ПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ.

Во время руководства Д.В. Васильева СЧА ОиИПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ, несмотря на кризис 1998 г., выросла с 2 млн руб. в 1997 г. до 32 млн руб. в 1999 г., или в 16 раз. Число взаимных фондов на один пункт индекса ММВБ за тот же период сократилось с 0,21 до 0,18. Это объясняется тем, что при Васильеве де-факто действовал строгий порядок допуска управляющих компаний, специализированных депозитариев и паевых инвестиционных фондов к рынку, ограничивавший рост их количества.

При И.В. Костикове СЧА ОиИПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ вырос с 35 млн руб. в 2000 г. до 64 млн руб. в 2004 г., или в 1,8 раза. Число взаимных фондов на один пункт индекса ММВБ за тот же период выросло с 0,26 до 0,38.

Во время руководства О.В. Вьюгина СЧА ОиИПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ выросла с 68 млн руб. в 2005 г. до 95 млн руб. в 2007 г., или в 1,4 раза. Число взаимных фондов на один пункт индекса ММВБ за тот же период выросло с 0,25 до 0,28, что, впрочем, оказалось меньше показателей, достигнутых при И.В. Костикове.

При В.Д. Миловидове СЧА ОиИПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ снизилась с 97 млн руб. в 2008 г. до 72 млн руб. в 2010 г. Число взаимных фондов на один пункт индекса ММВБ за тот же период выросло с 0,87 до 0,28, т. е. до уровня 2003 г.

Во время руководства Д.В. Панкова СЧА ОиИПИФов в расчете на один пункт индекса ММВБ остается неизменным в размере 73 млн руб. в 2011-2012 гг., число взаимных фондов на один пункт индекса ММВБ за тот же период снизилось с 0,36 до 0,33.

Таблица 8

Оценка параметров открытых и интервальных ПИФов в России при различных руководителях ФСФР России

	Д.В. Васильев			И.В. Костиков					О.В. Вьюгин			В.Д. Миловидов			Д.В. Панков	
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
СЧА ОиИПИФов, млрд руб.	0,2	0,1	4,8	5,1	9,1	11,9	24,9	35,3	68,7	150,7	178,7	60,3	96,5	121,1	102,5	107,0
Количество работающих ОиИПИФов – всего	18	28	27	37	51	57	132	210	256	369	526	538	494	478	500	489
Создано новых ОиИПИФов	15	6	8	15	21	7	81	101	91	139	191	75	12	26	48	30
Ликвидировано ОиИПИФов					2	6	2	14	21	17	30	66	66	63	45	55
Доля в общем количестве, %:																
Созданных фондов	83,3	21,4	29,6	40,5	41,2	12,3	61,4	48,1	35,5	37,7	36,3	13,9	2,4	5,4	9,6	6,1
Ликвидированных фондов					3,9	10,5	1,5	6,7	8,2	4,6	5,7	12,3	13,4	13,2	9,0	11,2
Индекс ММВБ	85	45	152	144	238	319	515	552	1011	1693	1889	620	1370	1688	1402	1475
СЧА ОиИПИФов на один пункт индекса ММВБ, млн руб.	2	2	32	35	38	37	48	64	68	89	95	97	70	72	73	73
Количество работающих ОиИПИФов на один пункт индекса ММВБ	0,21	0,62	0,18	0,26	0,21	0,18	0,26	0,38	0,25	0,22	0,28	0,87	0,36	0,28	0,36	0,33

Руководители регулирующего органа на рынке ценных бумаг:

Д.В. Васильев – председатель ФКЦБ России с июля 1996 г. по январь 2000 г.;

И.В. Костиков – председатель ФКЦБ России с февраля 2000 г. по июль 2004 г.;

О.В. Вьюгин – руководитель ФСФР России с июля 2004 г. по май 2007 г.;

В.Д. Миловидов – руководитель ФСФР России с мая 2007 г. по апрель 2011 г.;

Д.В. Панков – руководитель ФСФР России с апреля 2011 г. по 31 августа 2013 г.

Источник: Рассчитано по данным НЛЮ и Московской биржи.

Из пяти руководителей регулирующего органа наибольший вклад в развитие взаимных фондов, по нашему мнению, внесли первые два из них. При Д.В. Васильеве были приняты указ Президента Российской Федерации от 26 июля 1995 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики в Российской Федерации», благодаря которому стало возможно появление паевых инвестиционных фондов, а также нормативные правовые акты, необходимые для деятельности и регулирования фондов. В 1996-1999 гг. с нулевого уровня были созданы частные управляющие компании, специализированные депозитарии и регистраторы, необходимые для функционирования ПИФов.

При И.В. Костикове был принят Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Несомненной заслугой данного руководителя ФКЦБ России является снятие избыточных административных барьеров для входа на рынок коллективных инвестиций новых управляющих компаний, специализированных депозитариев и паевых инвестиционных фондов.

Важным позитивным событием в истории развития взаимных фондов в России стало принятие в 2013 г. в период руководства Д.В. Панкова поправок в ФЗ «Об инвестиционных фондах», предусматривающих создание биржевых паевых инвестиционных фондов (ETFs).

Заключение

. Целью исследования является выявление основных факторов, влияющих на экономику открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, которые необходимо учитывать для управления процессом повышения эффективности деятельности взаимных фондов и их конкурентоспособности.

Исследование проведено на основе данных финансовой отчетности управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами, собранной за несколько лет в интернет-представительствах управляющих компаний, а также данных информационного ресурса Национальной лиги управляющих (НЛУ). Всего удалось собрать данные по 709 открытым и интервальнымПИФам за период 2000-2012 гг., в том числе 535 фондам, которые продолжали работать в 2012 г. Отдельно изучались две группы взаимных фондов: ОиИПИФы акций, индексные фонды и ОиИПИФы облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций.

На основании проведенного анализа в работе были сформулированы следующие выводы. Во взаимные фонды не поступает достаточно средств от частных инвесторов и негосударственных пенсионных фондов. Это обусловлено отсутствием привлекательных механизмов для долгосрочных добровольных сбережений граждан в пенсионных планах и в страховых продуктах. Из-за ограниченности факторов роста стоимости чистых активов российские взаимные фонды являются мелкими, что не позволяет реализоваться эффектам масштаба деятельности. Действующее регулирование не способствует укрупнению паевых инвестиционных фондов и развитию конкуренции в сфере коллективных инвестиций. С наступлением кризиса и без того высокие издержки инвесторов по управлению взаимными фондами стали еще выше.

В исследовании были рассмотрены проблемы долгосрочной и избыточной доходности разных групп ОиИПИФ. На примере ОиИПИФ акций и индексных фондов нами получено подтверждение выводов Фамы и Фрэнча (2009) о том, что совокупный портфель всех взаимных фондов, как правило, не создает позитивную «альфу», то есть прибавку к рыночной доходности, обусловленную профессионализмом управляющих инвестициями. Обычно альфа в среднем по отрасли коллективных инвестиций является отрицательной и соответствует среднему вознаграждению за управление взаимными фондами. По нашему мнению, данный вывод не является свидетельством против взаимных фондов, а позволяет лучше понять их предназначение для инвесторов. Взаимные фонды в целом не отбирают

избыточную прибыль у других категорий участников, например, частных инвесторов. Иначе это бы разрушало сам рынок как явление, закрывая его, для входа новичков.

За период 2001-2012 гг. средняя простая доходность по совокупному портфелю ОиИПИФ разных категорий выигрывает у инфляции, но заметно проигрывает фондовому индексу ММВБ. Существенно сократить отставание доходности совокупного портфеля ОиИПИФ от индекса могли бы помочь повышение масштаба (размеров) ПИФов и снижения общего уровня расходов по управлению фондами.

Отдельно в исследовании были рассмотрены проблемы избыточной доходности ОиИПИФ акций, рассчитываемой на основе базисной доходности, определенной с помощью 4х факторной модели Кархарда. Согласно данной модели взаимные фонды в России не создают положительную надбавку к доходности, обусловленную профессионализмом управляющих. Такая ситуация, как мы отмечали выше, не является сигналом плохой работы фондов в России. Близкие значения альфа в среднем имеют фонды в Германии, Швеции и США. Однако, объясняющая сила показателей 4х факторной модели на российском рынке достаточно низкая. Значение коэффициента детерминации в данных регрессиях не превышало уровня 8%.

Основным выводом, который можно сделать на основе анализа факторов избыточной доходности и баланса продаж ОиИПИФ, является тот факт, что российские паевые фонды и их инвесторы во многом следуют тем же закономерностям, что и их зарубежные аналоги. Это говорит о том, что отрасль коллективных инвестиций в нашей стране в целом на должном уровне выполняет те же функции по снижению издержек инвестирования в рискованные активы для частных и институциональных инвесторов, которые выполняют взаимные фонды во всем мире. Этим паевые фонды уже доказали свою необходимость и полезность на российском финансовом рынке.

Список литературы

1. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»;
2. Указ Президента Российской Федерации от 26 июля 1995 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации»;
3. Работа управляющих – управлять. Участники круглого стола НАУФОР обсуждают вызовы, стоящие перед индустрией коллективных инвестиций, и ее перспективы. Вестник НАУФОР, № 9, сентябрь 2013.
4. Стратегия развития рынка страхования на период до 2020 года, разработанная международной консалтинговой компанией «OliverWymanFinancialServices» от 24.10.2012. Опубликовано на сайте ВСС <http://www.ins-union.ru/assets/files/20121022%20RIMS%20whitepaper%20vsent.pdf>.
5. Bergstresser D., Chalmers J., Tufano P. Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. 2009, Oxford University Press on behalf of the Society for Financial Studies.
6. Berk B., Green R. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. December 2009;
7. Carhart M. On Persistence in Mutual Fund Performance. The Journal of Finance. Vol. LII, №. 1. March 1997
8. Chen, J., Hong, H., Huang, M., and Kubik, J. (2004) Does fund size erode performance? Liquidity, organizational diseconomies, and active money management, American Economic Review 94, 1276–1302
9. Chevalier J., Ellison G. 1997. Risk taking by mutual funds as a response to incentives. Journal of Political Economy, 105, 1167-1200.
10. Christoffensen S., Evans R., Musto D. 2010. What do consumers' fund flow maximize? Evidence from their brokers incentives. Work. Pap., Univ. Tor./ Univ.Va./ Univ. Pa.
11. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Martínez Pería M., Mohseni-Cheraghloo A. Bank Regulation and Supervision around the World: A Crisis Update. The World Bank. Policy Research Working Paper, № 6286;
12. Credit Suisse Research Institute Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013, February 2013. http://www.investmenteurope.net/digital_assets/6305/2013_yearbook_final_web.pdf.
13. Croce R.D., Stewart F., Yermo J. Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies. OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011 – Issue 1.
14. Eric J. Pan, Single Stock Futures and Cross-Border Access for U.S. Investors, 14 STAN. J.L. BUS. & FIN. 221, 243 (2008).
15. Fama E, French. K. Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns. Forthcoming in the Journal of Finance. This draft: December 2009.
16. Fama E, French. K. A Four-Factor Model for the Size, Value, and Profitability Patterns in Stock Returns. First draft: June 2013;
17. Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S. The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. Review of Finance (2013) 17: 483–525.
18. Fink M. The rise of mutual funds: past, present and future. Oxford University Press, 2011.
19. Gil-Bazo, J. and Ruiz-Verdu, P. (2009) Yet another puzzle? The relation between price and performance in the mutual fund industry, Journal of Finance 64, 2153–2183.
20. Goetzmann W., Peles N. Cognitive dissonance and mutual fund investors. The Journal of Finance Research. Vol. XX, №2, 145-158, 1997.
21. Grinblatt M., Titman S. A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.29, №3, September 1994;
22. Huang J., Wei K., Yan H. Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance. The Journal of Finance. Vol. LXII, № 3, June 2007.
23. ICI. Investment Company Fact Book, 2013. 53rd Edition.

24. Ippolito R. 1992. Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Law & Finance* 35, 45-70.
25. Kessler A. The Pension Rate-of-Return Fantasy. *Online.wsj.com*, April 9, 2013.
26. Khorana A., Servaes H., Tufano P. Mutual Fund Fees Around theWorld. *The Review of Financial Studies*, V.22, № 3, 2008.
27. Klapper L., Sulla V. Vittas D. The development of mutual funds around the world. *Emerging Market Review*, №5, 2004, cc. 1-38;
28. Latzko D. Economies of Scale in Mutual Fund Administration, 1999, *Journal of Financial Research*, 22
29. Lynch A., Musto D. How Investors Interpret past Fund ReturnsAuthor(s): Source: *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 5 (Oct., 2003), pp. 2033-2058Published by: Wiley for the American Finance AssociationStable URL: <http://www.jstor.org/stable/3648182>
30. McKinsey Global Institute, McKinsey Infrastructure Practice. Infrastructure productivity: How to save USD 1 trillion a year. January 2013;
31. Musto D. The Economics of Mutual Funds. *Annu. Rev. Financ. Econ.* 2011. 3:8.1–8.14.;
32. Odean T., Barber B., Zheng L. (2005). Out of sight, out of mind: The effect of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business* 78, 2095-2120.
33. Pollet, J. and Wilson, M. (2008) How does size affect mutual fund behavior?, *Journal of Finance* 63, 2941–2969.
34. Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry. *European Financial Management*, Vol. 15, No. 1, 2009, 145–180.
35. Reuter J., Zitzewitz E. 2006. Do ads influence editors? Advertising and bias in the financial media. *Q.J. Econ.* 121 (1): 197-227.
36. SEC - Division of Investment Management. Report on Mutual Fund Fees and Expenses, 2000. Aavailable at <http://www.sec.gov/news/studies/feestudy.htm>.
37. Sirri E.R., Tufano P. 1998. Costly search and mitual funds flows. *Journal of Finance*. 53, 1589-1622.
38. The Department of Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure. March 2008.
39. Varga G. and M. Wengert. The Growth and Size of the Brazilian Mutual Fund Industry. <http://papers.ssrn.com/id=1575510>.
40. Yan, X. (2008) Liquidity, investment style, and the relation between fund size and fund performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43,
41. 741–768.Wahal S., Wangb A. Competition among mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 2011, №99, 40–59.

Приложение 1 – Факторы роста стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов в 2001-2012 гг., млн руб.

Факторы	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Баланс продаж паев												
ОиИПИФ – всего	60	-402	6 353	8 369	10 771	46 422	12 994	-17 716	-13 097	-292	4 310	-4 515
ОиИПИФ акций	-190	-633	2 295	3 788	3 150	24 138	3 672	-5 674	-6 477	-2 177	-2 548	-10 263
ОиИПИФ индексные			86	75	320	3 179	1 317	617	-811	-944	926	-1 184
ОиИПИФ облигаций	39	-155	1 404	1 417	4 682	1 812	1 752	-4 799	-654	3 428	4 875	10 249
ОиИПИФ СИ	211	387	2 545	3 057	2 501	15 999	6 001	-7 650	-4 639	-1 299	144	4 782
2. Переоценка активов ПИФов												
ОиИПИФ – всего	1 970	467	1 183	-132	15 404	16 746	1 509	-71 988	47 825	12 609	-26 872	4 074
ОиИПИФ акций	1 612	667	795	-105	12 007	11 189	459	-46 191	33 347	9 209	-21 201	2 713
ОиИПИФ индексные			23	-2	148	773	167	-4 409	3 456	838	-1 284	194
ОиИПИФ облигаций	15	-5	29	84	137	12	-79	-2 530	1 781	135	-477	458
ОиИПИФ СИ	344	-195	336	-110	3 091	4 606	1 021	-18 304	8 959	2 384	-3 854	736
3. Операции с портфелем												
ОиИПИФ - всего	953	2 754	5 381	3 853	8 245	17 415	13 696	-21 780	2 509	13 085	3 626	-138
ОиИПИФ акций	740	1 900	4 503	2 405	5 855	12 724	9 302	-16 907	1 760	9 712	1 539	-1 265
ОиИПИФ индексные	0	0	0	4	66	378	594	-246	-139	456	163	139
ОиИПИФ облигаций	10	120	177	253	572	980	1 020	262	47	1 063	1 370	1 655
ОиИПИФ СИ	203	734	701	1 192	1 744	3 312	2 591	-4 839	847	1 720	564	-292

4. Иные факторы, включая ошибки⁴³												
ОиИПИФ – всего	1 096	-10	80	-1 635	-116	-128	309	-6 868	-982	-1 011	-170	57
ОиИПИФ акций	510	0	4	-1 211	-24	0	-154	-4 893	-621	-89	-32	-184
ОиИПИФ индексные	0	0	0	0	0	0	0	-70	-45	-34	0	-176
ОиИПИФ облигаций	310	0	0	-7	-29	-3	-236	-432	-103	-7	-4	-21
ОиИПИФ СИ	277	-10	76	-416	-63	-124	702	-1 374	-203	-878	-66	633
5. Прирост СЧА – общий												
ОиИПИФ – всего	4 080	2 810	12 997	10 454	34 304	80 455	28 509	-118 353	36 254	24 392	-19 106	-523
ОиИПИФ акций	2 671	1 935	7 597	4 876	20 987	48 051	13 278	-73 666	28 008	16 656	-22 243	-9 000
ОиИПИФ индексные			108	77	535	4 330	2 078	-4 108	2 461	315	-196	-1 026
ОиИПИФ облигаций	374	-41	1 611	1 746	5 362	2 801	2 456	-7 500	1 071	4 619	5 764	12 340
ОиИПИФ СИ	1 035	916	3 658	3 723	7 273	23 793	10 316	-32 167	4 964	1 927	-3 212	5 859

Источник: база данных по статистике 709 ОиИПИФам, составленная авторами исследования по данным финансовой отчетности управляющих компаниями паевыми инвестиционными фондами, публикуемая на их сайтах в сети Интернет

⁴³ Ошибки в отчетности ПИФов, отсутствие опубликованной отчетности по ликвидированным в течение отчетного периода фондам.

Приложение 2 – Средняя стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФов по выборке из 709 фондов, тыс. руб.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Расширенная выборка из 709 ПИФов:													
Открытые и интервальные ПИФы – всего	62 846	102 781	106 799	160 334	174 782	261 690	406 678	322 334	115 144	197 290	249 210	208 100	208 308
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.	84 155	139 997	127 887	190 585	212 385	327 265	535 489	446 216	143 771	228 158	273 269	214 199	207 376
ликвидированные до конца 2012 г.	19 408	34 352	67 865	102 114	79 126	85 003	69 496	81 161	35 281	69 270	99 106	146 413	231 227
<i>Разница</i>	64 747	105 645	60 022	88 471	133 258	242 262	465 993	365 055	108 490	158 888	174 164	67 786	-23 851
Открытые и интервальные ПИФы – акций	126 909	215 953	221 407	313 937	311 745	460 156	628 845	433 626	126 228	267 653	340 371	237 252	201 684
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.	153 894	255 328	239 284	348 785	357 547	537 149	755 696	551 553	156 896	306 089	380 686	253 644	207 526
ликвидированные до конца 2012 г.	52 701	107 671	154 367	171 057	78 573	73 841	60 138	107 596	10 607	21 822	15 039	14 324	134
<i>Разница</i>	101 193	147 657	84 917	177 728	278 974	463 308	695 558	443 957	146 289	284 268	365 646	239 320	207 391
Открытые и интервальные ПИФы – индексные				36 052	37 014	59 988	229 518	169 706	70 230	133 689	148 634	143 617	130 707
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.					16 198	57 566	273 267	224 625	90 879	168 203	168 014	163 651	137 971
ликвидированные до конца 2012 г.				108 156	120 277	86 627	80 771	44 050	16 380	25 111	43 843	35 187	
<i>Разница</i>					-104 079	-29 061	192 496	180 575	74 499	143 092	124 171	128 464	
Открытые и интервальные ПИФы - товарные								36 092	13 349	12 254	116 701	179 010	151 731
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.								36 092	13 349	12 254	116 701	179 010	151 731
ликвидированные до конца 2012 г.													
<i>Разница</i>													
Открытые и интервальные ПИФы - денежного рынка				22 222	14 675	27 771	165 661	102 406	105 400	61 630	105 702	172 620	147 761
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.				22 222	14 675	27 771	247 207	136 040	119 496	71 601	129 967	197 073	166 231
ликвидированные до конца 2012 г.							2 567	1 502	20 823	1 808	32 908	1 455	
<i>Разница</i>							244 640	134 538	98 673	69 793	97 059	195 618	

Открытые и интервальные ПИФы - облигаций	6 882	27 637	19 851	66 698	97 789	160 987	171 107	185 047	103 489	125 080	203 621	296 592	451 898
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.	7 979	32 679	22 666	71 939	86 552	188 420	235 154	277 519	134 757	154 727	228 465	310 958	465 540
ликвидированные до конца 2012 г.	4 687	17 551	13 416	58 401	120 262	110 236	55 823	37 092	18 369	8 772	8 417	12 988	4 402
<i>Разница</i>	3 292	15 128	9 250	13 539	-33 709	78 184	179 331	240 427	116 389	145 955	220 047	297 970	461 138
Открытые и интервальные ПИФы - смешанных инвестиций	34 456	53 044	62 179	96 275	119 151	174 642	342 410	304 396	122 376	165 838	190 439	168 547	225 721
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.	51 516	85 673	66 668	96 165	150 126	228 481	466 910	457 437	151 696	175 560	182 079	136 025	110 714
ликвидированные до конца 2012 г.	4 989	6 140	57 300	96 418	63 197	77 432	90 296	91 001	66 401	138 667	228 564	361 852	728 138
<i>Разница</i>	46 527	79 532	9 368	-252	86 928	151 048	376 614	366 437	85 295	36 893	-46 486	-225 828	-617 424
Открытые и интервальные ПИФы - фондов					12 358	44 744	86 501	70 488	33 392	38 093	30 841	54 719	102 234
в том числе:													
работающие на конец 2012 г.					21 612	63 362	174 413	108 640	32 107	30 397	20 634	51 561	110 668
ликвидированные до конца 2012 г.					3 105	7 509	33 753	43 781	35 191	51 562	58 908	69 455	5 237
<i>Разница</i>					18 507	55 852	140 660	64 860	-3 084	-21 165	-38 274	-17 893	105 431

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами, Национальной лиги управляющих.

Приложение 3 – Номинальная доходность вложений в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды в 2000-2012 гг., % годовых

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Расширенная выборка из 709 ПИФов:														
Открытые и интервальные ПИФы - всего	22,0	47,9	28,3	33,5	12,9	39,5	34,0	8,5	-55,2	100,6	23,9	-15,5	3,0	16,0
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	28,8	48,3	27,5	35,4	13,4	41,2	34,8	9,3	-55,5	105,0	24,8	-15,5	3,0	17,0
ликвидированные до конца 2012 г.	6,0	46,1	31,0	26,7	10,9	32,9	31,3	6,2	-54,3	83,8	17,8	-15,8	2,6	12,3
<i>Разница</i>	22,7	2,2	-3,4	8,8	2,4	8,3	3,6	3,1	-1,3	21,1	7,0	0,3	0,5	5,5
Открытые и интервальные ПИФы - акций, индексные и товарные	15,3	56,0	30,9	44,5	13,6	57,8	48,2	9,7	-65,9	133,5	30,4	-22,0	2,0	17,6
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	21,3	59,1	29,7	46,0	14,2	57,5	48,1	10,2	-66,3	138,6	31,1	-21,9	2,2	18,4
ликвидированные до конца 2012 г.	-11,4	42,2	37,2	36,2	9,0	60,2	52,5	7,4	-64,2	110,4	24,6	-23,0	-8,5	12,2
<i>разница</i>	32,7	17,0	-7,6	9,9	5,2	-2,7	-4,4	2,8	-2,2	28,3	6,5	1,1	10,6	6,9
Открытые и интервальные ПИФы - акций	15,3	56,0	30,9	44,5	13,8	56,1	46,3	9,5	-65,9	137,7	31,7	-23,2	1,5	17,4
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	21,3	59,1	29,7	46,0	14,2	56,2	46,3	10,0	-66,4	142,8	32,4	-23,3	1,6	18,2
ликвидированные до конца 2012 г.	-11,4	42,2	37,2	36,2	10,0	55,9	50,3	7,2	-64,5	111,5	25,1	-23,0	-8,5	11,9
<i>разница</i>	32,7	17,0	-7,6	9,9	4,2	0,3	-4,1	2,8	-1,9	31,3	7,4	-0,3	10,1	7,2
Открытые и интервальные ПИФы - индексные					6,1	82,4	66,3	11,2	-66,1	116,6	23,1	-17,6	6,2	12,2
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.						81,1	65,1	11,9	-66,3	119,7	23,2	-16,8	6,2	13,2
ликвидированные до конца 2012 г.					6,1	86,1	76,2	8,5	-63,1	107,3	22,7	-23,0		11,8
<i>разница</i>						-5,0	-11,1	3,5	-3,3	12,5	0,6	6,2		0,2
Открытые и интервальные ПИФы - товарные									-51,9	-42,6	24,3	1,5	-1,7	-19,3
в том числе:														

работающие на конец 2012 г.									-51,9	-42,6	24,3	1,5	-1,7	-19,3
ликвидированные до конца 2012 г.														
<i>разница</i>														
Открытые и интервальные ПИФы - денежного рынка, облигаций, смешанных инвестиций, фонды фондов	30,1	38,6	26,2	25,8	12,5	29,1	24,5	7,5	-43,8	62,3	16,1	-7,8	4,1	14,3
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	42,3	35,5	25,5	26,9	12,8	30,1	24,3	8,4	-41,5	61,2	16,8	-7,5	4,0	15,4
ликвидированные до конца 2012 г.	14,8	50,1	27,8	22,6	11,4	26,1	25,0	5,7	-48,3	65,3	12,5	-10,3	6,7	12,5
<i>разница</i>	27,5	-14,5	-2,3	4,4	1,4	4,0	-0,7	2,8	6,8	-4,1	4,3	2,8	-2,7	1,9
Открытые и интервальные ПИФы - денежного рынка					6,1	11,4	7,6	6,5	-13,9	6,0	8,4	-2,6	5,1	3,6
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.					6,1	11,4	7,6	6,6	-10,9	8,4	8,0	3,1	5,1	4,9
ликвидированные до конца 2012 г.								6,3	-28,8	-7,9	10,6	-37,0		-11,3
<i>разница</i>								0,3	17,8	16,3	-2,6	40,1		11,0
Открытые и интервальные ПИФы - облигаций	63,7	39,3	23,4	20,1	12,4	13,2	9,4	7,0	-23,1	24,5	10,9	4,1	8,4	14,8
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	59,2	40,8	25,7	22,3	12,7	13,2	9,9	7,3	-21,6	25,6	11,0	3,8	8,0	15,3
ликвидированные до конца 2012 г.	77,2	33,4	17,9	13,6	10,6	12,9	8,3	6,1	-27,6	19,7	10,1	8,0	16,1	13,9
<i>разница</i>	-17,9	7,4	7,8	8,7	2,0	0,3	1,6	1,2	5,9	5,9	0,9	-4,2	-8,1	0,6
Открытые и интервальные ПИФы - смешанных инвестиций	3,2	38,2	27,4	28,2	12,7	36,2	33,3	8,0	-52,7	82,1	18,8	-12,8	2,3	12,6
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	17,0	32,5	25,5	28,9	13,1	38,2	33,0	9,1	-52,1	82,5	20,2	-12,9	2,2	13,7
ликвидированные до конца 2012 г.	-6,0	58,4	32,8	26,2	11,6	30,6	34,0	5,4	-53,9	81,2	12,4	-12,2	4,9	12,1
<i>разница</i>	23,0	-25,9	-7,4	2,8	1,5	7,6	-1,1	3,7	1,8	1,4	7,8	-0,7	-2,7	0,3
Открытые и интервальные ПИФы - фондов						44,6	37,0	6,2	-57,6	40,4	16,1	-16,0	2,4	2,8
в том числе:														

работающие на конец 2012 г.						60,7	48,5	7,5	-60,9	35,0	14,3	-16,2	2,6	3,6
ликвидированные до конца 2012 г.						28,5	25,5	5,5	-55,1	49,7	20,1	-15,3	0,8	2,0
<i>Разница</i>						32,2	23,1	2,0	-5,8	-14,7	-5,8	-0,9	1,8	3,0

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами, Национальной лиги управляющих.

Приложение 4 – Реальная доходность вложений в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды в 2000-2012 гг., % годовых

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Расширенная выборка из 709 ПИФов:														
Открытые и интервальные ПИФы - всего	1,8	29,3	13,2	21,5	1,2	28,6	25,0	-3,4	-68,6	91,8	15,1	-21,6	-3,6	3,1
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	8,6	29,7	12,4	23,4	1,7	30,3	25,8	-2,6	-68,9	96,2	16,0	-21,6	-3,6	4,1
ликвидированные до конца 2012 г.	-14,2	27,5	15,9	14,7	-0,8	22,0	22,3	-5,7	-67,7	75,0	9,0	-21,9	-4,0	-0,5
<i>разница</i>	22,7	2,2	-3,4	8,8	2,4	8,3	3,6	3,1	-1,3	21,1	7,0	0,3	0,5	5,5
Открытые и интервальные ПИФы - акций, индексные и товарные	-4,9	37,4	15,8	32,5	1,9	46,9	39,2	-2,2	-79,3	124,7	21,6	-28,1	-4,6	3,6
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	1,1	40,5	14,6	34,0	2,5	46,6	39,1	-1,7	-79,7	129,8	22,3	-28,0	-4,4	4,4
ликвидированные до конца 2012 г.	-31,6	23,6	22,1	24,2	-2,7	49,3	43,5	-4,5	-77,6	101,6	15,8	-29,1	-15,1	-1,7
<i>разница</i>	32,7	17,0	-7,6	9,9	5,2	-2,7	-4,4	2,8	-2,2	28,3	6,5	1,1	10,6	6,9
Открытые и интервальные ПИФы - акций	-4,9	37,4	15,8	32,5	2,1	45,2	37,3	-2,4	-79,3	128,9	22,9	-29,3	-5,1	3,5
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	1,1	40,5	14,6	34,0	2,5	45,3	37,3	-1,9	-79,8	134,0	23,6	-29,4	-5,0	4,2
ликвидированные до конца 2012 г.	-31,6	23,6	22,1	24,2	-1,7	45,0	41,3	-4,7	-77,9	102,7	16,3	-29,1	-15,1	-2,0
<i>разница</i>	32,7	17,0	-7,6	9,9	4,2	0,3	-4,1	2,8	-1,9	31,3	7,4	-0,3	10,1	7,2
Открытые и интервальные ПИФы - индексные					-5,6	71,5	57,3	-0,7	-79,5	107,8	14,3	-23,7	-0,4	-0,8
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.						70,2	56,1	0,0	-79,7	110,9	14,4	-22,9	-0,4	0,0
ликвидированные до конца 2012 г.					-5,6	75,2	67,2	-3,4	-76,5	98,5	13,9	-29,1		0,1
<i>разница</i>						-5,0	-11,1	3,5	-3,3	12,5	0,6	6,2		0,2
Открытые и интервальные ПИФы - товарные									-65,3	-51,4	15,5	-4,6	-8,3	-29,8

в том числе:														
работающие на конец 2012 г.									-65,3	-51,4	15,5	-4,6	-8,3	-29,8
ликвидированные до конца 2012 г.														
<i>разница</i>														
Открытые и интервальные ПИФы - денежного рынка, облигаций, смешанных инвестиций, фонды фондов	9,9	20,0	11,1	13,8	0,8	18,2	15,5	-4,4	-57,2	53,5	7,3	-13,9	-2,5	2,0
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	22,1	16,9	10,4	14,9	1,1	19,2	15,3	-3,5	-54,9	52,4	8,0	-13,6	-2,6	3,3
ликвидированные до конца 2012 г.	-5,4	31,5	12,7	10,6	-0,3	15,2	16,0	-6,2	-61,7	56,5	3,7	-16,4	0,1	0,1
<i>разница</i>	27,5	-14,5	-2,3	4,4	1,4	4,0	-0,7	2,8	6,8	-4,1	4,3	2,8	-2,7	1,9
Открытые и интервальные ПИФы - денежного рынка					-5,6	0,5	-1,4	-5,4	-27,3	-2,8	-0,4	-8,7	-1,5	-6,2
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.					-5,6	0,5	-1,4	-5,3	-24,3	-0,4	-0,8	-3,0	-1,5	-5,0
ликвидированные до конца 2012 г.								-5,6	-42,2	-16,7	1,8	-43,1		-19,9
<i>разница</i>								0,3	17,8	16,3	-2,6	40,1		11,0
Открытые и интервальные ПИФы - облигаций	43,5	20,7	8,3	8,1	0,7	2,3	0,4	-4,9	-36,5	15,7	2,1	-2,0	1,8	3,1
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	39,0	22,2	10,6	10,3	1,0	2,3	0,9	-4,6	-35,0	16,8	2,2	-2,3	1,4	3,6
ликвидированные до конца 2012 г.	57,0	14,8	2,8	1,6	-1,1	2,0	-0,7	-5,8	-41,0	10,9	1,3	1,9	9,5	2,1
<i>разница</i>	-17,9	7,4	7,8	8,7	2,0	0,3	1,6	1,2	5,9	5,9	0,9	-4,2	-8,1	0,6
Открытые и интервальные ПИФы - смешанных инвестиций	-17,0	19,6	12,3	16,2	1,0	25,3	24,3	-3,9	-66,1	73,3	10,0	-18,9	-4,3	-0,1
в том числе:														
работающие на конец 2012 г.	-3,2	13,9	10,4	16,9	1,4	27,3	24,0	-2,8	-65,5	73,7	11,4	-19,0	-4,4	1,1
ликвидированные до конца 2012 г.	-26,2	39,8	17,7	14,2	-0,1	19,7	25,0	-6,5	-67,3	72,4	3,6	-18,3	-1,7	-0,7
<i>разница</i>	23,0	-25,9	-7,4	2,8	1,5	7,6	-1,1	3,7	1,8	1,4	7,8	-0,7	-2,7	0,3
Открытые и интервальные ПИФы - фондов						33,7	28,0	-5,7	-71,0	31,6	7,3	-22,1	-4,2	-8,5

в том числе:														
работающие на конец 2012 г.						49,8	39,5	-4,4	-74,3	26,2	5,5	-22,3	-4,0	-8,1
ликвидированные до конца 2012 г.						17,6	16,5	-6,4	-68,5	40,9	11,3	-21,4	-5,8	-9,0
<i>разница</i>						32,2	23,1	2,0	-5,8	-14,7	-5,8	-0,9	1,8	3,0

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

Приложение 5 – Расходы по управлению открытыми и интервальными ПИФаами к среднегодовой стоимости чистых активов

	% к среднегодовой стоимости чистых активов											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Открытые и интервальные ПИФаами - всего:												
вознаграждение УК	1,31	1,46	2,11	1,46	1,14	1,40	2,51	2,69	2,55	2,67	2,72	2,73
вознаграждение спецрегистратора	0,14	0,17	0,71	0,24	0,16	0,13	0,21	0,21	0,21	0,19	0,20	0,20
вознаграждение спецдепозитария	0,62	0,64	1,39	0,54	0,32	0,39	0,45	0,44	0,48	0,46	0,46	0,55
вознаграждение аудитора	0,16	0,07	0,05	0,07	0,05	0,07	0,12	0,17	0,19	0,20	0,21	0,25
прочие расходы	0,33	0,29	0,60	0,33	0,22	0,63	0,38	0,37	0,58	0,28	0,38	0,36
<i>расходы - всего</i>	<i>2,56</i>	<i>2,63</i>	<i>4,86</i>	<i>2,63</i>	<i>1,90</i>	<i>2,62</i>	<i>3,67</i>	<i>3,87</i>	<i>4,00</i>	<i>3,81</i>	<i>3,96</i>	<i>4,09</i>
ОПИПИФаами акций:												
вознаграждение УК	1,37	1,67	2,71	1,61	1,31	1,29	2,78	3,34	3,05	3,18	3,26	3,36
вознаграждение спецрегистратора	0,18	0,20	0,46	0,23	0,16	0,12	0,21	0,22	0,20	0,18	0,18	0,18
вознаграждение спецдепозитария	0,56	0,60	0,97	0,46	0,30	0,23	0,42	0,44	0,44	0,41	0,41	0,53
вознаграждение аудитора	0,08	0,09	0,05	0,05	0,04	0,04	0,09	0,21	0,17	0,14	0,16	0,24
прочие расходы	0,20	0,30	0,38	0,33	0,19	0,20	0,30	0,34	0,50	0,22	0,30	0,36
<i>расходы - всего</i>	<i>2,39</i>	<i>2,85</i>	<i>4,58</i>	<i>2,68</i>	<i>2,00</i>	<i>1,88</i>	<i>3,80</i>	<i>4,54</i>	<i>4,35</i>	<i>4,13</i>	<i>4,30</i>	<i>4,67</i>
ОПИПИФаами индексные:												
вознаграждение УК			0,22	0,72	0,46	0,43	1,50	1,47	1,52	1,81	1,73	1,72
вознаграждение спецрегистратора			0,02	0,07	0,08	0,06	0,19	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18
вознаграждение спецдепозитария			0,02	0,24	0,24	0,09	0,39	0,39	0,42	0,36	0,39	0,42
вознаграждение аудитора			0,00	0,01	0,04	0,02	0,05	0,16	0,17	0,11	0,18	0,16
прочие расходы			0,04	0,19	0,14	0,08	0,57	0,45	0,62	0,23	0,35	0,30
<i>расходы - всего</i>			<i>0,31</i>	<i>1,23</i>	<i>0,96</i>	<i>0,67</i>	<i>2,69</i>	<i>2,65</i>	<i>2,91</i>	<i>2,69</i>	<i>2,83</i>	<i>2,77</i>
ОПИПИФаами товарного рынка:												
вознаграждение УК							1,01	1,00	0,99	1,96	1,61	1,84
вознаграждение спецрегистратора							0,61	0,00	0,03	0,19	0,25	0,22
вознаграждение спецдепозитария							0,00	0,71	0,87	1,16	0,55	0,76
вознаграждение аудитора							0,09	0,12	0,35	0,61	0,45	0,21
прочие расходы							0,29	0,27	0,80	0,70	0,41	0,13
<i>расходы - всего</i>							<i>2,00</i>	<i>2,09</i>	<i>3,04</i>	<i>4,62</i>	<i>3,28</i>	<i>3,16</i>

ОиИПИФы смешанных инвестиций:												
вознаграждение УК	1,41	1,53	2,23	1,59	1,29	1,81	2,85	2,71	2,68	2,78	2,84	2,87
вознаграждение спецрегистратора	0,13	0,16	1,17	0,23	0,17	0,17	0,20	0,22	0,23	0,23	0,25	0,24
вознаграждение спецдепозитария	0,72	0,66	2,11	0,62	0,37	0,57	0,49	0,49	0,55	0,53	0,58	0,63
вознаграждение аудитора	0,29	0,06	0,05	0,08	0,06	0,05	0,09	0,13	0,19	0,18	0,20	0,33
прочие расходы	0,49	0,23	0,87	0,35	0,28	1,08	0,42	0,32	0,54	0,34	0,45	0,40
<i>расходы - всего</i>	<i>3,04</i>	<i>2,64</i>	<i>6,43</i>	<i>2,89</i>	<i>2,17</i>	<i>3,67</i>	<i>4,07</i>	<i>3,87</i>	<i>4,18</i>	<i>4,06</i>	<i>4,32</i>	<i>4,46</i>
ОиИПИФы облигаций:												
вознаграждение УК	0,91	0,86	0,93	1,07	0,73	1,23	1,80	1,50	1,40	1,48	1,50	1,42
вознаграждение спецрегистратора	0,07	0,14	0,14	0,27	0,15	0,14	0,29	0,21	0,20	0,17	0,18	0,20
вознаграждение спецдепозитария	0,51	0,66	0,55	0,58	0,31	0,52	0,56	0,39	0,43	0,41	0,41	0,59
вознаграждение аудитора	0,04	0,04	0,06	0,06	0,05	0,19	0,33	0,15	0,19	0,14	0,11	0,15
прочие расходы	0,28	0,40	0,43	0,27	0,19	0,93	0,49	0,42	0,74	0,18	0,47	0,33
<i>расходы - всего</i>	<i>1,81</i>	<i>2,10</i>	<i>2,11</i>	<i>2,25</i>	<i>1,43</i>	<i>3,00</i>	<i>3,47</i>	<i>2,67</i>	<i>2,96</i>	<i>2,38</i>	<i>2,66</i>	<i>2,69</i>
ОиИПИФы денежного рынка:												
вознаграждение УК			1,45	1,34	0,70	0,74	1,35	1,23	1,34	1,43	1,26	1,10
вознаграждение спецрегистратора			0,28	0,38	0,07	0,07	0,08	0,08	0,13	0,13	0,13	0,12
вознаграждение спецдепозитария			0,38	0,23	0,08	0,14	0,20	0,24	0,31	0,21	0,46	0,34
вознаграждение аудитора			0,00	0,17	0,07	0,01	0,04	0,09	0,07	0,47	0,29	0,23
прочие расходы			0,14	0,77	0,11	0,21	0,05	0,08	0,37	0,14	0,26	0,18
<i>расходы - всего</i>			<i>2,25</i>	<i>2,89</i>	<i>1,03</i>	<i>1,17</i>	<i>1,72</i>	<i>1,72</i>	<i>2,23</i>	<i>2,37</i>	<i>2,40</i>	<i>1,97</i>
ОиИПИФы фондов:												
вознаграждение УК				0,46	0,84	1,79	1,95	2,39	2,53	2,27	2,37	2,10
вознаграждение спецрегистратора				0,12	0,46	0,16	0,10	0,06	0,16	0,16	0,15	0,13
вознаграждение спецдепозитария				0,19	0,31	0,42	0,36	0,46	0,74	1,23	0,52	0,38
вознаграждение аудитора				0,00	0,12	0,01	0,04	0,15	0,57	2,28	1,23	0,43
прочие расходы				0,09	0,18	0,58	0,33	0,90	2,04	1,73	0,60	0,41
<i>расходы - всего</i>				<i>0,85</i>	<i>1,91</i>	<i>2,98</i>	<i>2,78</i>	<i>3,96</i>	<i>6,04</i>	<i>7,66</i>	<i>4,86</i>	<i>3,44</i>

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФами, Национальной лиги управляющих, Банка России и Московской биржи.

Приложение 6 – Анализ доходности портфелей 26 открытых и интервальных ПИФов в течение 2001-2012 гг.

Наименование ПИФа	Наименование УК	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
ОПИФ акций "ВТБ - БРИК"	ЗАО "ВТБ Капитал Управление активами"	14,4	60,6	42,8	42,4	- 8,1	114,7	3,0	- 65,1	120,5	17,9	- 15,2	7,0	29,0
ОПИФ акций "УралСиб Фонд Первый"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	55,7	49,5	66,5	17,1	100,2	42,7	- 0,8	- 46,2	107,8	23,9	- 26,7	1,8	23,2
ОПИФ акций "Петр Столыпин"	Deutsche UFG Capital Management	103,5	16,1	55,0	9,6	60,8	50,8	21,5	- 58,1	98,2	35,4	- 14,7	4,9	22,9
ОПИФ акций "Сбербанк - Добрыня Никитич"	Сбербанк Управление Активами	106,74	47,7	40,8	19,5	87,9	47,8	9,3	- 71,1	137,8	26,9	- 26,8	7,3	22,3
ИПИФ акций "УралСиб Фонд Отраслевых инвестиций"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	59,1	48,6	66,8	18,1	98,1	48,6	2,9	- 74,9	180,2	61,1	- 27,4	- 0,5	22,2
ОПИФ облигаций "Сбербанк - Илья Муромец"	Сбербанк Управление Активами»	43,6	28,3	21,0	13,5	13,7	8,1	7,9	- 29,5	61,2	17,2	8,5	12,0	22,1
ИПИФ акций "УралСиб Фонд Перспективных вложений"	ЗАО "Управляющая компания УРАЛСИБ"	55,5	51,5	67,2	21,7	87,7	28,2	10,8	- 74,1	196,1	64,9	- 33,5	- 1,6	21,9
Индекс ММВБ		64,6	34,2	61,4	7,3	83,1	67,5	11,5	-67,2	121,1	23,2	-16,9	5,2	21,4
ОПИФ облигаций "Паллада - фонд облигаций"	ЗАО "Паллада Эссет Менеджмент"	32,9	23,8	18,8	8,8	16,5	8,1	10,2	- 2,6	21,4	10,6	5,0	8,6	16,7
ОПИФ облигаций "Русские облигации"	Deutsche UFG Capital Management	69,7	26,0	30,7	16,8	13,6	6,7	5,9	- 14,0	29,2	11,5	4,0	9,0	14,6
Среднее по выборке из 26 ОиПИФ		47,2	30,3	38,0	15,5	46,5	38,7	8,2	- 58,0	99,2	26,3	- 17,4	2,9	14,4
ОПИФ акций "Солид-Инвест"	ЗАО "Солид Менеджмент"	41,5	21,1	52,0	25,3	75,7	56,6	1,2	- 77,7	144,6	21,1	- 18,5	11,7	14,1
ИПИФ акций "Паллада - фонд акций второго эшелона"	ЗАО "Паллада Эссет Менеджмент"	115,3	44,4	81,7	9,6	43,3	58,0	5,5	- 68,4	101,9	44,6	- 32,2	- 10,7	13,8
ОПИФ акций "Паллада-фонд акций"	ЗАО "Паллада Эссет Менеджмент"	122,3	25,5	45,8	5,2	43,9	54,0	- 0,2	- 54,8	78,3	3,7	- 27,4	0,7	13,4
ОПИФ смешанных инвестиций "Адекта - Фонд Ликвидных Активов"	ЗАО Управляющая компания "Норд-Вест Капитал"	17,9	42,6	42,4	9,1	40,9	33,0	6,8	- 64,3	108,2	15,3	- 13,5	12,8	12,0
ИПИФ смешанных инвестиций "Солид"	ЗАО "Солид Менеджмент"	31,2	23,8	31,0	26,1	59,7	54,0	5,4	- 62,3	43,4	13,1	- 9,6	7,5	11,9

Интервальный"														
ОПИФ акций "Ермак - Фонд Краткосрочных Инвестиций"	ЗАО "Управляющая компания "Ермак"	15,7	3,6	27,2	7,0	64,4	62,6	9,3	- 71,2	163,0	32,8	- 21,4	- 1,0	11,7
ОПИФ смешанных инвестиций "Паллада - Природные ресурсы"	ЗАО "Паллада Эссет Менеджмент"	32,2	37,5	37,0	11,5	42,7	29,3	9,7	- 61,0	75,5	18,8	- 21,7	4,5	11,5
ИПИФ смешанных инвестиций "Альфа-Капитал"	ООО "УК "Альфа-Капитал"	71,9	34,0	32,7	30,0	41,6	39,6	11,5	- 62,1	8,7	14,8	- 13,7	6,0	11,2
ОПИФ акций "БКС - Максимальные Возможности"	ЗАО "Управляющая компания "Брокеркредитсервис"	27,2	12,4	16,4	1,4	64,2	32,5	13,6	- 67,8	126,8	50,0	- 27,1	2,9	10,5
ОПИФ акций "Мономах-Перспектива"	ООО "Управляющая компания Мономах"	19,7	22,2	42,8	26,7	65,6	49,1	6,9	- 71,0	88,2	31,3	- 27,9	1,0	10,1
ИПИФ смешанных инвестиций "Энергия-инвест"	ЗАО "Управляющая компания "Энергия-инвест" www.energy-invest.ru г.Иркутск	33,7	16,0	11,4	19,4	3,6	8,5	38,6	- 54,1	70,5	29,5	- 9,4	5,6	9,4
ОПИФ облигаций "Адекта - Фонд ликвидных облигаций"	ЗАО Управляющая компания "Норд-Вест Капитал"	17,0	25,4	23,9	10,1	14,8	6,8	8,0	- 18,2	6,8	8,0	4,1	5,8	8,3
ИПИФ смешанных инвестиций "Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития"	УК "Капиталь"	10,7	29,6	26,2	19,3	44,9	17,1	- 6,5	- 48,7	10,7	13,1	- 15,8	- 6,4	7,6
ОПИФ смешанных инвестиций "Партнерство"	ЗАО УК "Интерфин КАПИТАЛ"	43,0	21,0	39,2	1,8	39,4	30,3	- 1,5	- 72,3	86,9	18,4	- 18,3	4,2	7,2
ИПИФ смешанных инвестиций "Александр Невский"	ООО УК "Парма-Менеджмент"	19,0	20,4	20,4	7,2	17,3	12,4	24,2	- 81,8	281,3	41,9	- 29,7	2,8	6,3
ИПИФ акций "Центр Потенциала"	ЗАО "Центральная управляющая компания"	20,4	25,9	9,9	10,5	28,7	68,0	1,7	- 79,1	132,6	33,0	- 26,8	- 23,8	5,6

Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности управляющих компаний ПИФаами и по данным об индексе ММВБ от Московской биржи.

Приложение 7 – Перечень факторов, исследованных при оценке их влияния на избыточную доходность ПИФов, баланс продаж инвестиционных паев и вознаграждение управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами

Факторы	Гипотезы
1. Изменение избыточной годовой доходности, %: Доходность ОиИПИФов акций, индексных и товарных – по сравнению с индексом ММВБ; доходность ПИФов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций – по сравнению с доходностью ОФЗ	
1.1. СЧА фонда (среднегодовое, в виде доли об общего СЧА по выборке)	По мнению Чена, Гонга, Хуана и Кубика (2004) , Ферейры, Кесвани, Мигуэля и Рамос (2013) рост размеров взаимных фондов (СЧА) отрицательно влияет на их доходность. Одной из причин этого по мнению Чена, Гонга, Хуана и Кубика (2004), Поллета и Вильсона (2008), Яна (2008) Chen и др. (2004), Pollet и Wilson (2008) , Yan (2008) является растущие с размером фондов издержки на поддержание ликвидности акций (паев) взаимных фондов. На примере анализа выборки из 16316 взаимных фондов из 27 стран в 1997-2007 гг. Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) пришли к выводу, что избыточная доходность мелких фондов выше доходности крупных фондов только в США, в других странах крупные фонды демонстрируют более высокую доходность, чем мелкие. Берк и Грин (2004) полагали, что в условиях идеально эффективного рынка показатель избыточной доходности фонда снижается по мере роста размеров фонда.
1.2. Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) возраст фонда находится в отрицательной зависимости с показателями его деятельности для выборки всех стран, за исключением США. В США данная зависимость статистически незначима. То есть более молодые фонды проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами.
1.3. Размер вознаграждения УК (% от среднегодовой стоимости СЧА текущего года)	Гил-Базо, Руиз-Верди (2009) и Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) показали, что на доходность фондов отрицательно влияет размер вознаграждения за управление взаимными фондами.
1.4. Общий размер расходов, связанных с деятельностью фонда (% от среднегодовой стоимости СЧА текущего года)	
1.5. Размер прочих расходов по деятельности ПИФа (% от среднегодовой стоимости СЧА текущего года)	Влияние транзакционных издержек (оплата брокеров, услуг биржи, депозитария, публикация отчетности) на деятельность ПИФа
1.6. Собственный капитал УК	Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) показали, что доходность взаимных фондов, входящих в семьи фондов крупных управляющих компаний, как правило выше, вследствие того, что крупные семейства фондов достигают существенной экономии на торговых комиссиях и ставках привлечения заемных средств. К аналогичным выводам пришли Чен, Гонг, Хуан и Кубик (2004) при анализе данных по американским взаимным фондам.
1.7. Принадлежность УК той или иной группе компаний	Насколько эффективнее в портфельном управлении банковские холдинги, брокерские дома, нерезиденты, специализированные УК, УК крупных нефинансовых холдингов и УК страховщиков
1.8. Место нахождения УК	Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) имеется сильная положительная корреляция между показателями доходности взаимных фондов и уровнем финансового развития страны. Фонды показывают более высокие результаты в странах с высоким уровнем торговой активности и низкими торговыми издержками. Согласно Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) доходность фондов имеет сильную позитивную корреляцию с уровнем защиты прав инвесторов и эффективности правоприменения в той или иной стране.
1.9. Через кого осуществляются продажи паев ПИФа	Проверить предположение, что через сильных агентов (1 - Сбербанк, 2 - Сити, 3 - Райффайзен) продаются преимущественно ПИФы с высокой избыточной доходностью, а продажи плохих ПИФов осуществляются преимущественно без агентов). Согласно Бергстрессеру и др. (2009) взаимные фонды, проданные через брокеров, характеризуются более слабыми результатами по доходности по сравнению с фондами, проданными по прямым каналам.
1.10. Баланс продаж текущего года (t) %: Баланс продаж паев текущего года (t), деленный на СЧА данного ПИФа на конец периода (t-1), умноженное на 100%	Груббер (1996) и Шенг (1999) показали, что фонды с позитивным балансом продаж за последние три месяца показывают существенно лучшие результаты, чем фонды с отрицательным балансом продаж. Данная закономерность получила названия «эффекта умных денег» (smart money effect). Согласно данной гипотезе (Груббер, 1996) частные инвесторы умеют отличать более компетентных портфельных управляющих от менее компетентных; соответственно потоки денежных средств (баланс продаж) фондов должны иметь позитивную корреляцию с будущей доходностью. Ферейра, Кесвани, Мигуэль и Рамос (2013) не нашли существенной статистической зависимости между потоками средств и последующими показателями деятельности фондов на примере американского рынка коллективных инвестиций. При этом они использовали 4-х

	факторную модель Кахарта (1997) для расчета избыточной доходности, а их вывод в целом соответствует результатам Саппа и Тивари (2004). Наоборот, для других стран, кроме США, они пришли к выводу, что фонды, получившие больше денег от инвесторов, впоследствии имеют более высокую доходность, чем фонды, получившие меньше денег от инвесторов. Это объясняется авторами тем, что за пределами США частные инвесторы имеют больше возможностей в определении наиболее компетентных портфельных управляющих (странное объяснение).
1.11. Баланс продаж предшествующего (t-1) %: Баланс продаж паев года (t-1), деленный на СЧА данного ПИФа на конец периода (t-2), умноженное на 100%	То же самое (в множественной регрессии выбрать наилучшее из 1.10 и 1.11).
1.12. Оборачиваемость портфеля ПИФа в отчетном году, %	Эффективность активного управления по сравнению с пассивным.
1.13. Оборачиваемость портфеля инвесторов ПИФа, %	По мнению Чена, Гонга, Хуана и Кубика (2004), Ферейры, Кесвани, Мигуэля и Рамос (2013) рост размеров взаимных фондов (СЧА) отрицательно влияет на их доходность. Одной из причин этого по мнению Чена, Гонга, Хуана и Кубика (2004), Поллета и Вильсона (2008), Яна (2008) Chen и др. (2004), Pollet и Wilson (2008), Yan (2008) является растущие с размером фондов издержки на поддержание ликвидности акций (паев) взаимных фондов. Чем выше оборачиваемость портфеля инвесторов, тем больше издержек ПИФ вынужден нести на поддержание своей ликвидности.
1.14. Количество ОиИПИФов в группе УК, % от общей выборки	Более крупные УК имеют возможность экономить на условно постоянных расходах и приглашать более профессиональных специалистов в сфере портфельного управления.
1.15. Доля УК данного ПИФа в общей стоимости активов ОиИПИФов, %	Более крупные УК имеют возможность экономить на условно постоянных расходах и приглашать более профессиональных специалистов в сфере портфельного управления.
1.16. Доля УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех УК, %	Проверить гипотезу, что чем выше размер пенсионных активов, за которые УК вынуждены конкурировать, прежде всего, с помощью фактора низких издержек за управление ими, в итоге ведет к перекладыванию издержек по содержанию УК на ОиИПИФы и соответственно ведет к снижению доходности этих ПИФов. Но может, гипотеза не подтвердится, и здесь также важен эффект масштаба УК.
1.17. Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала, %	Более устойчивые УК показывают более высокие результаты.
1.18. Темпы роста выручки УК, %	Более динамично развивающиеся компании (газели) развиваются за счет более эффективного управления ОиИПИФами
1.19. Категория ПИФа (акций, облигаций, индексный, СИ и пр.)	Категория фонда указывает на его риск; фонды с более высоким риском должны иметь более высокую избыточную доходность.
1.20. Тип ПИФа (открытый, интервальный)	Интервальные ПИФы инвестируют в более рискованные активы, их избыточная доходность должна быть выше.
1.21. Инвестиционная стратегия	Вид инвестстратегии фонда указывает на его риск; фонды с более высоким риском должны иметь более высокую избыточную доходность.
1.22. Иностранные ценные бумаги (дамм с несколькими составляющими - высокая доля, умеренная и низкая)	Как на доходность влияет массовый выход УК на иностранный рынок активов в 2012 г.
1.23. Частота цитирования УК ПИФа в СМИ согласно Public.ru (можно выразить в процентном виде к общему итогу по всем УК)	Являются ли наиболее часто упоминаемые в рекламе УК самыми эффективными с точки зрения доходности управляемых ими ПИФов? Рейтер и Зитзевиц (2006) публикация в журналах по персональным инвестициям не позволяют предугадывать фонды с высокой доходностью, однако позволяют предугадывать фонды с хорошим балансом продаж.
1.24. Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода	Гипотеза, что высокие скидки устанавливают плохие фонды, чтобы избежать оттока средств из-за плохих результатов деятельности. Грин, Хотгес и Раковски (2007) не нашли подтверждения гипотезе агентских издержек («agency cost hypothesis») о том, что более высокие скидки взимают фонды, показывающие более слабые результаты по доходности. Наоборот, фонды могут использовать более высокий размер скидок, чтобы защитить инвесторов от потерь, связанных с краткосрочными стратегиями инвестирования в фонды; в этом случае фонды устанавливают более низкий размер вознаграждения за маркетинг (12b-1) и высокие скидки, дифференцированные в зависимости от сроков владения ценными бумагами фондов в целях стимулирования долгосрочных инвесторов. Согласно гипотезе ликвидности («liquidity cost hypothesis») менеджеры фондов используют скидки для контроля издержек по ликвидности, которые могут сократить стоимость вложений остающихся в фонде акционеров (пайщиков).
1.25. Размер скидки через УК при сроке инвестирования более года	То же, что и для 1.24.

1.26. Своевременность раскрытия отчетности о ПИФе (дамми)	Несвоевременно раскрывают публичную отчетность ПИФы с плохими показателями деятельности.
1.27. Избыточная доходность ПИФа за предшествующий год, %.	Профессионализм управляющих.
2. Баланс продаж, %: Баланс продаж паев текущего года (t), деленный на СЧА данного ПИФа на конец периода (t-1), умноженное на 100%	
2.1. Избыточная доходность текущего года (t), %	Согласно модели Берка и Грина (2004) баланс продаж взаимных фондов является функцией избыточной доходности фондов за предшествующий период, которая имеет выпуклую форму. В зоне убытков выпуклость они объясняют тем, что фонды с плохой доходностью меняют менеджеров и стратегии, это удерживает инвесторов от бегства из таких фондов. Это соответствует выводам Ippolito (1992), Chevalier и Ellison (1997), Sirti и Tufano (1998). При этом потоки в более молодых фондах гораздо более чувствительны к изменениям доходности, чем в более старых фондах.
2.2. Избыточная доходность предшествующего года (t), %	То же, что и для 2.1.
2.3. Баланс продаж предшествующего (t-1) %: Баланс продаж паев года (t-1), деленный на СЧА данного ПИФа на конец периода (t-2), умноженное на 100%	Продажи зависят не от доходности, а от эффективности продаж
2.4. Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	Грин, Хоттес и Раковски (2007) фонды с высоким вознаграждением за маркетинг (12b-1) и надбавками, а также фонды с высоким вознаграждением за управление вряд ли склонны устанавливать высокие скидки. Это подтверждает гипотезу агентских издержек: фонд, стимулирующий привлечение долгосрочных инвесторов стремится минимизировать надбавки. По их мнению, фонды, заинтересованные в удержании долгосрочных инвесторов должны иметь низкое вознаграждение за маркетинг и высокие скидки для краткосрочных инвесторов. (??? В российских ОиПИФах может быть наоборот: управляющая компания поощряет краткосрочные спекуляции с паями ПИФов, как бывш.Тройка. Тогда по идее у нее должно быть относительно высокое вознаграждение за управление для оплаты маркетинга и низкие надбавки и скидки???). Насколько важно для УК привлечение массового инвестора или крупного инвестора. Кто драйвер роста продаж.
2.5. Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	То же, что 2.4.
2.6. Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода, %	Грин, Хоттес и Раковски (2007) Размер скидки существенно снижает потоки средств фондов, особенно у фондов с высоким уровнем оборачиваемости портфеля частных инвесторов (т.е. когда инвесторы слишком активно приобретают и погашают акции взаимных фондов). Одеан и др. (2005) предположили, что потоки средств инвесторов фондов в большей мере зависят от доходности фондов, чем структуры надбавок и скидок. Однако, они также обнаружили существенную положительную корреляцию между потоком денежных средств и размером вознаграждения за маркетинг (12b-1), а также негативную корреляцию между размером скидок и потоками. По их мнению, нет корреляции между общим размером вознаграждения и потоками. Причина, что в общем вознаграждении, как правило, учитывается вознаграждение 12b-1 (фонд может тратить данные средства на маркетинг, а может экономить на данных расходах).
2.7. Размер скидки через УК при сроке инвестирования более года, %	То же, что 2.6.
2.8. Принадлежность УК той или иной группе компаний	Насколько эффективнее в дистрибуции банковские холдинги, брокерские дома, нерезиденты, специализированные УК, УК крупных нефинансовых холдингов и УК страховщиков
2.9. Через кого осуществляются продажи паев ПИФа	Насколько силь на продажи влияют сильные агенты (1 - Сбербанк, 2 - Сити, 3 - Райффайзен).
2.10. Место нахождения УК	Фонды лучше продаются в крупных финансовых центрах.
2.11. Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	Более высокий размер надбавок при продажах через агентов может повышать их заинтересованность в продажах и увеличивать продажи. Согласно Бергстрессеру и др. (2009) баланс продаж позитивно коррелирует с вознаграждением за дистрибуцию (в США это 12b-1, в России – вознаграждение управляющей компании или надбавка при продажах паев). Это предполагает, что объемы продаж через брокеров отражает меру их вознаграждения и заинтересованности в продажах взаимных фондов. По мнению Одеана, Барбера и Женга (2005) баланс продаж снижается в зависимости от надбавки, то есть части инвестиций, которую делят между собой спонсор фонда и его агент. Однако согласно Кристоффенсену и др. (2010) разделение надбавки с брокером оказывает стимулирующий эффект на продажи, стимулируя инициативу брокера.

2.12. Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	То же, что 2.11.
2.13. Размер вознаграждения УК (% от среднегодовой стоимости СЧА текущего года)	Если предположить, что основная часть вознаграждения УК направляется на стимулирование продаж, то рост данного вознаграждения может способствовать росту продаж. См. также 2.11.
2.14. Частота цитирования УК ПИФа в СМИ согласно Public.ru	Реклама помогает продажам. Рейтер и Зитзевиц (2006) публикация в журналах по персональным инвестициям не позволяют предугадывать фонды с высокой доходностью, однако позволяют предугадывать фонды с хорошим балансом продаж.
2.15. Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	
2.16. СЧА фонда (среднегодовое, в виде доли об общего СЧА по выборке)	Если по мере роста фонда падает его доходность, то могут и снижаться продажи
2.17. Категория ПИФа (акций, облигаций, индексный, СИ и пр.)	
2.18. Тип ПИФа (открытый, интервальный)	Фактор ликвидности
2.19. Собственный капитал УК	Масштаб деятельности
2.20. Количество ОиИПИФов в группе УК, % от общей выборки	Масштаб деятельности
2.21. Доля УК данного ПИФа в общей стоимости активов ОиИПИФов, %	Масштаб деятельности
2.22 Доля УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех УК, %	Масштаб деятельности. Часть пенсионных резервов УК может использовать для покупки паев ПИФов.
2.23. Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала, %	Устойчивость УК.
2.24. Темпы роста выручки УК, %	Динамизм развития УК.
2.25. Оборачиваемость портфеля инвесторов ПИФа, %	Раскручивание операций инвесторов свидетельствует о силе маркетинга и позитивно влияет на продажи
2.26. Размер вознаграждения регистратора, % СЧА	Вложения в регистратора позволяют облегчить регистрацию прав на паи ПИФов, способствуя их ликвидности
2.27. Размер вознаграждения специализированного депозитария, % СЧА	Вложения в депозитария позволяют облегчить регистрацию прав на паи ПИФов, способствуя их ликвидности
3. Размер вознаграждения управляющей компании (в отношении к СЧА)	
3.1. СЧА фонда (среднегодовое, в виде доли об общего СЧА по выборке)	Эффект Масштаба
3.2. Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	Чем старше фонд, тем должен быть меньше размер вознаграждения
3.3. Собственный капитал УК	Эффект Масштаба
3.4. Принадлежность УК той или иной группе компаний	Есть ли преимущества у брокеров и страховщиков. Банки слишком дороги и ориентируются на банковский спред.
3.5. Место нахождения УК	В Москве фонды более "дешевые"
3.6. Через кого осуществляются продажи паев ПИФа	Наличие эффективных агентов увеличивает объем вознаграждения за счет ее маркетинговой части
3.7. Баланс продаж текущего года (t) %	Вознаграждение за управление, за счет которого стимулируются портфельные управляющие и маркетинг может в большей мере зависеть от роста продаж или от более эффективного управления портфелем. Сравнивается с 3.9.

3.8. Баланс продаж предшествующего (t-1) %	Вознаграждение за управление, за счет которого стимулируются портфельные управляющие и маркетинг может в большей мере зависеть от роста продаж или от более эффективного управления портфелем. Сравнивается с 3.10.
3.9. Избыточная доходность текущего года (t), %	Вознаграждение за управление, за счет которого стимулируются портфельные управляющие и маркетинг может в большей мере зависеть от роста продаж или от более эффективного управления портфелем.
3.10. Избыточная доходность предшествующего года (t), %	Вознаграждение за управление, за счет которого стимулируются портфельные управляющие и маркетинг может в большей мере зависеть от роста продаж или от более эффективного управления портфелем.
3.11. Оборачиваемость портфеля ПИФа в отчетном году, %	Краткосрочные стратегии ведут к росту вознаграждения.
3.12. Количество ОиИПИФов в группе УК, % от общей выборки	Масштаб
3.13. Доля УК данного ПИФа в общей стоимости активов ОиИПИФов, %	Масштаб
3.14. Доля УК данного ПИФа в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в управлении всех УК, %	Проверить гипотезу, что чем выше размер пенсионных активов, за которые УК вынуждены конкурировать, прежде всего, с помощью фактора низких издержек за управление ими, в итоге ведет к перекладыванию издержек по содержанию УК на ОиИПИФы и соответственно ведет к снижению доходности этих ПИФов. Но может, гипотеза не подтвердится, и здесь также важен эффект масштаба УК.
3.15. Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала, %	Чем выше вознаграждение, тем рентабельнее деятельность УК. Погоня за рентабельностью ведет к росту вознаграждения за управление.
3.16. Категория ПИФа (акций, облигаций, индексный, СИ и пр.)	Разная сложность портфельного управления
3.17. Тип ПИФа (открытый, интервальный)	
3.18. Оборачиваемость портфеля инвесторов ПИФа, %	Рост данного показателя говорит о том, что УК много тратит на маркетинг, источником оплаты которого является вознаграждение УК.
3.19. Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	Более высокие надбавки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга
3.20. Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	Более высокие надбавки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга
3.21. Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода, %	Более высокие скидки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга
3.22. Размер скидки через УК при сроке инвестирования более года, %	Более высокие скидки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга
3.23. Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	Более высокие надбавки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга
3.24. Размер надбавки при продажах через Агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	Более высокие надбавки, как источник оплаты маркетинга могут снижать вознаграждение УК в части оплаты маркетинга