

## РАЗВИТИЕ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

**Александр АБРАМОВ**

кандидат экономических наук,  
ведущий научный сотрудник Института  
прикладных экономических исследований  
Российской академии народного хозяйства  
и государственной службы при Президенте РФ  
(119571, Москва, просп. Вернадского, д. 82),  
профессор кафедры фондового рынка и рынка  
инвестиций, Национальный исследовательский  
университет «Высшая школа экономики».  
E-mail: ae\_abramov@mail.ru

**Ксения АКШЕНЦЕВА**

младший научный сотрудник Института  
прикладных экономических исследований  
Российской академии народного хозяйства  
и государственной службы при Президенте РФ  
(119571, Москва, просп. Вернадского, д. 82),  
студентка департамента экономики и права  
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn  
(Германия).  
E-mail: ksakshentceva@gmail.com

**Аннотация**

В статье исследуется доходность взаимных фондов в России, а также факторы, влияющие на их избыточную доходность, продажи паев и размеры издержек инвесторов. Проведен регрессионный анализ 709 фондов. В 2001—2012 годах средняя доходность взаимных фондов акций превышала инфляцию, но уступала доходности индексного портфеля. Это обусловлено мелкими размерами фондов и завышенным уровнем расходов по управлению ими. Однако размеры избыточной доходности, баланса продаж паев и вознаграждения управляющих компаний в российских взаимных фондах следуют тем же закономерностям, что у их аналогов за рубежом. Это свидетельствует о том, что в целом они выполняют те же функции, что и взаимные фонды за рубежом.

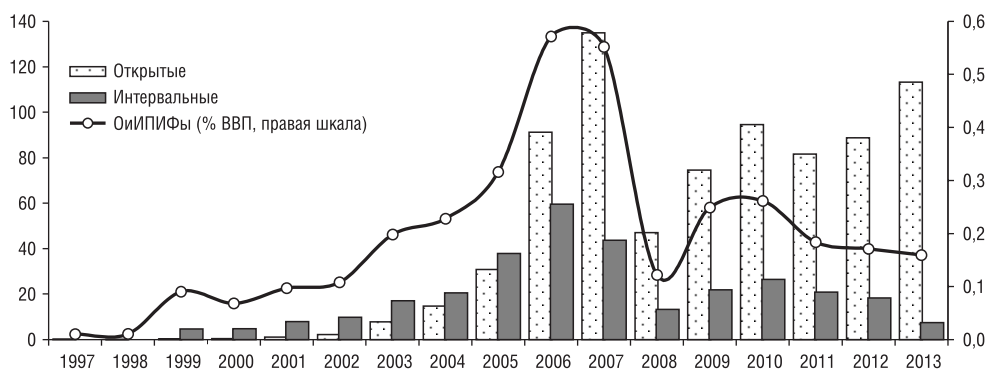
**Ключевые слова:** взаимные фонды, избыточная доходность, паевые инвестиционные фонды, показатели деятельности взаимных фондов, инвестиционные паи, российский фондовый рынок.

**1. Взаимные фонды в России**

**В** 2012 году суммарный объем активов взаимных фондов в мире достиг почти 28 трлн долл., или 42% мирового ВВП. В России они едва достигли 3,5 млрд долл., что составляет лишь 0,2% ВВП (рис. 1). Своего пика в размере 0,6% ВВП взаимные фонды достигли в 2006 году, после кризиса их доля не превышала 0,3% ВВП. В 2009—2013 годах стоимость активов открытых ПИФов демонстрировала тенденцию к слабому росту; размеры интервальных фондов снижались, то есть инвесторы предпочитали более ликвидные вложения.

Основные проблемы, не позволяющие раскрыть потенциал российских взаимных фондов, заключаются в следующем.

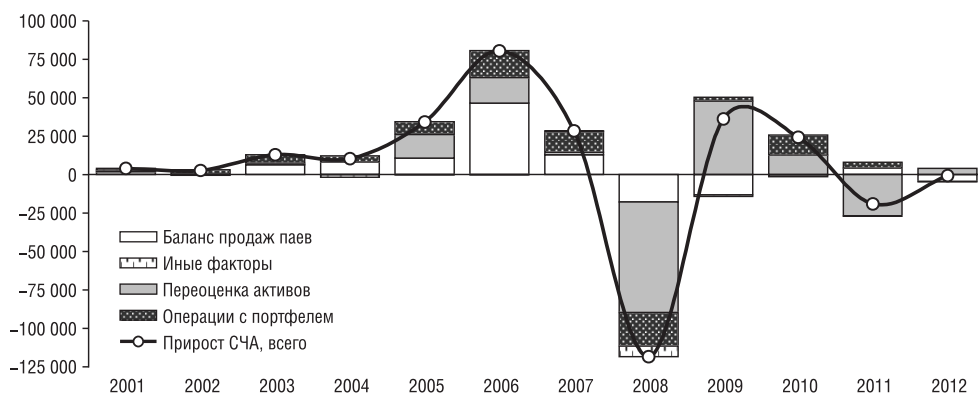
В этих фондах ограничен приток долгосрочных частных сбережений. При отсутствии налоговых льгот, поощряющих вложения в паи взаимных фондов, данные инвестиции рассматриваются гражданами как способ краткосрочного заработка. Другой, обычный за рубежом, драйвер роста взаимных фондов в виде пенсионных планов в России также не работает. Вложения в ПИФы пенсионных накоплений запрещены законом, а при управлении пенсионными резервами негосударственные пенсионные фонды (НПФ) позиционируют себя как самостоятельные портфельные управляющие. Всё это



Источник: расчеты авторов по данным НЛУ и Банка России.

Рис. 1. Взаимные фонды в России, 1997–2013 годы (млрд руб.)

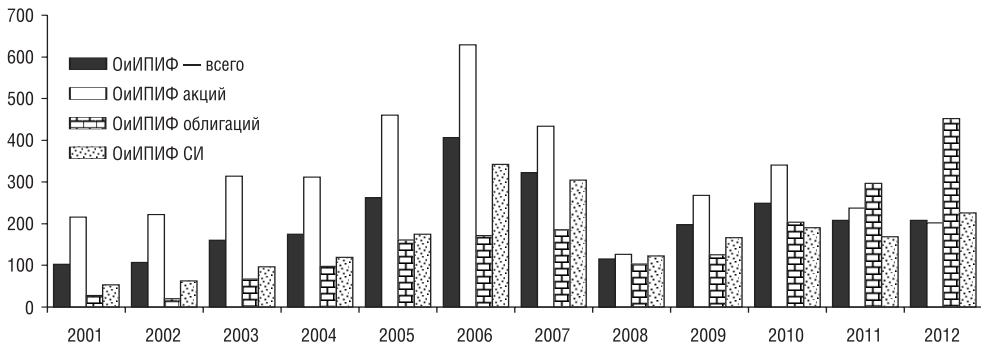
ограничивает приток новых денег во взаимные фонды, рост их активов обеспечивается преимущественно за счет переоценки стоимости портфелей и операций с активами (рис. 2). В 2008–2012 годах частные инвесторы преимущественно выводили средства из этих фондов.



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

Рис. 2. Факторы прироста стоимости чистых активов (СЧА) взаимных фондов, 2001–2012 годы (млн руб.)

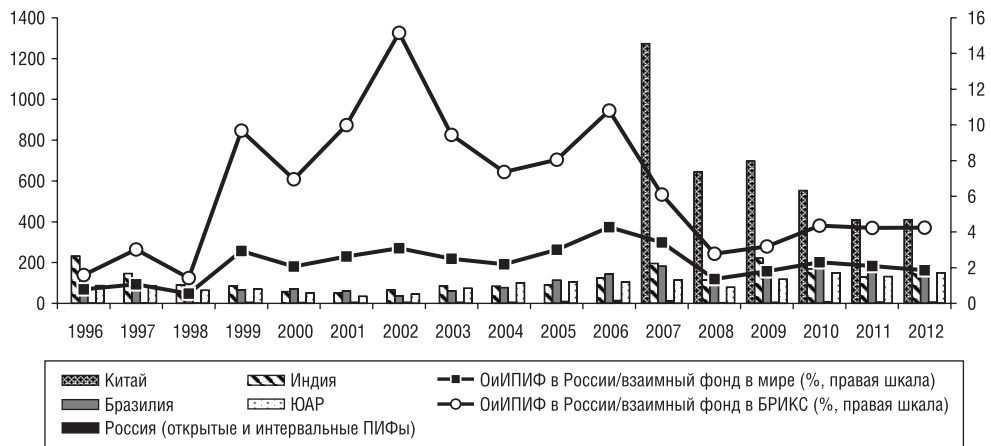
Российские взаимные фонды являются мелкими и не позволяют реализоваться эффектам масштаба бизнеса. Средний размер фонда достиг пика в сумме 407 млн руб. в 2006 году, а затем уменьшился до 208 млн руб. в 2012 году (рис. 3). Аналогичной закономерности следовали взаимные фонды акций. Из-за привлекательности менее рискованных вложений в 2008–2012 годы привлечение средств во взаимные фонды облигаций и смешанных инвестиций шло более успешно, чем в фондах акций. Поэтому средний размер взаимных фондов облигаций вырос со 125 млн руб. в 2008 году до 452 млн в 2012 году; фондов смешанных инвестиций — со 122 млн руб. до 226 млн руб.



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

Рис. 3. Средний размер СЧА разных взаимных фондов (млн руб.)

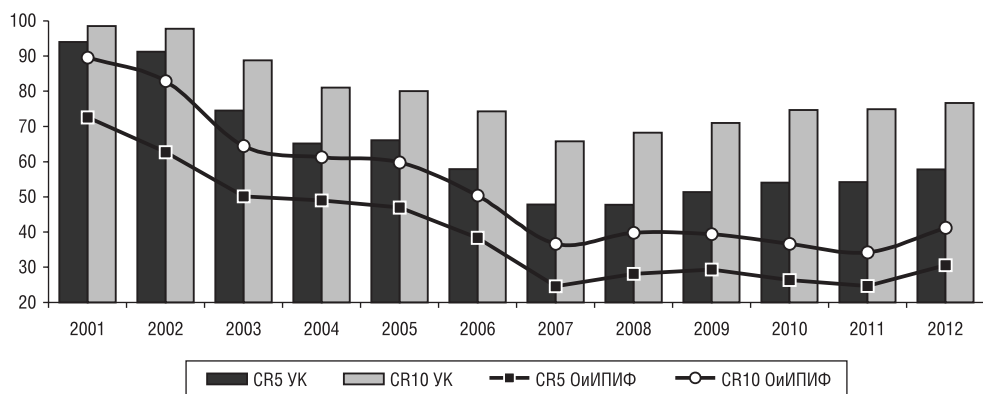
Средние размеры взаимных фондов в России существенно ниже, чем у зарубежных аналогов. Средний размер российского взаимного фонда в 2012 году составлял лишь 4,2% от размера фонда в других странах БРИКС и 1,9% от фонда в мире (рис. 4). Отставание по данному критерию от стран ЕС и США еще больше.



Источник: расчеты по данным ICI и НЛУ.

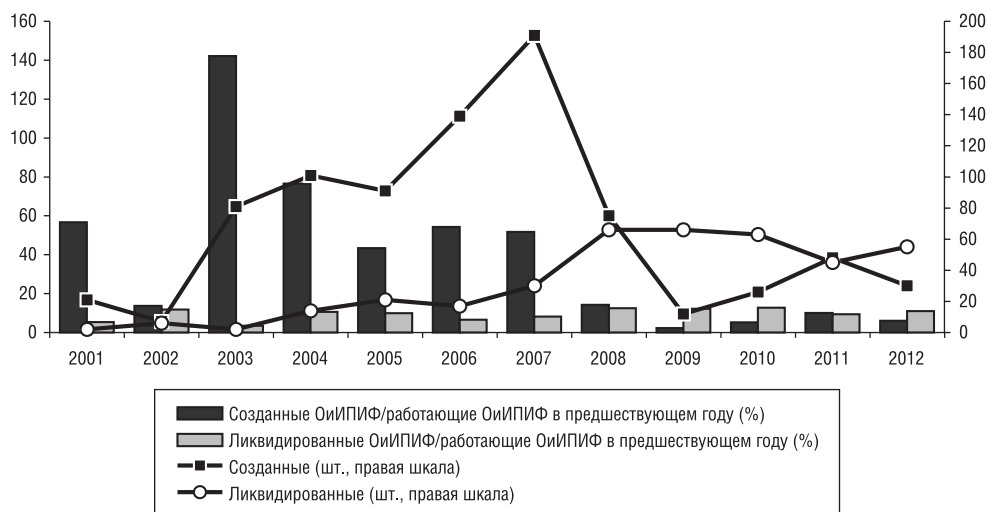
Рис. 4. Средние размеры взаимных фондов (млн долл.)

Показатель доли активов под управлением пяти самых крупных компаний (CR5 УК) в России увеличился на 21,2% — с 47,7% в 2008 году до 57,8% в 2012 году (рис. 5). Это выше аналогичного показателя взаимных фондов в Великобритании, США, Китае, Индии, Франции, но ниже, чем в Бразилии, Турции и Германии. Однако укрепление позиций крупных управляющих компаний в России сопровождается слабым ростом показателей концентрации самих фондов (см. рис. 5) и спадом числа новых фондов, выводимых на рынок (рис. 6).



*Источники:* собственные расчеты авторов и расчеты по данным Национального рейтингового агентства.

Рис. 5. Концентрация управляющих компаний и взаимных фондов (% от стоимости активов)



*Источники:* НЛУ, собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности компаний, управляющих взаимными фондами.

Рис. 6. Новые и ликвидированные взаимные фонды, 2001–2012 годы

С 2008 по 2012 год в России показатели CR5 и CR10, рассчитываемые по взаимным фондам, увеличились соответственно на 8,9% — с 28,1 до 30,6%; и с 39,8 до 41,2%, или на 3,5%. Это означает, что рост концентрации бизнеса по управлению активами происходит не за счет роста размеров фондов, а путем пополнения активов под управлением крупнейших УК за счет мелких взаимных фондов.

Сокращение числа новых и ликвидируемых фондов (см. рис. 6) свидетельствует о спаде конкуренции в сфере коллективных инвестиций.

Ограниченная конкуренция между взаимными фондами ведет к росту издержек по управлению ими. Расходы по управлению фондами выросли с 3,67% от их среднегодовой СЧА в 2007 году до 4,09%

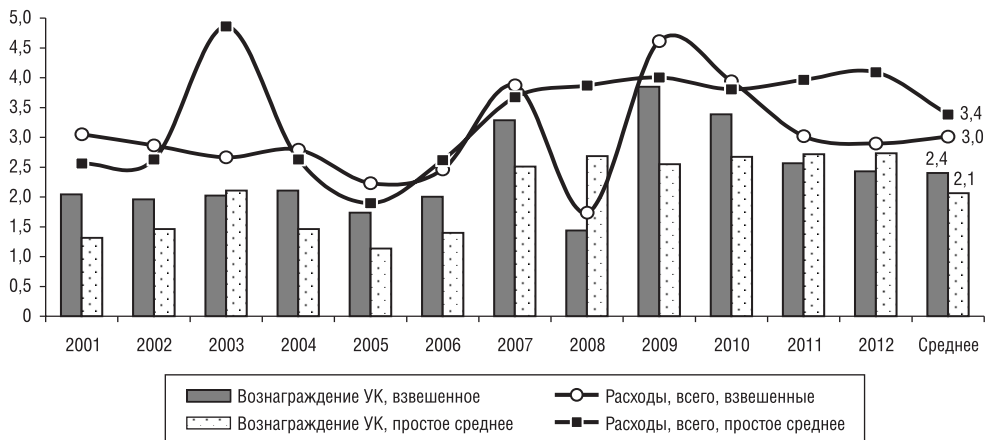


Источник: собственные расчеты авторов по данным финансовой отчетности компаний, управляющих взаимными фондами.

Рис. 7. Средний размер расходов по управлению взаимными фондами (простая средняя, % от среднегодовой СЧА фондов)

в 2012 году (рис. 7). Средний размер вознаграждения управляющих компаний повысился с 2,51 до 2,73%. Издержки пайщиков российских взаимных фондов оказались в несколько раз выше показателей взаимных фондов акций в США и странах ЕС, где они составляют соответственно 0,95 и 1,75%<sup>1</sup>.

Сравнение расходов по управлению взаимными фондами показывает, что средневзвешенные по активам расходы на управление фондами в 2001—2012 годах составляли 3,0%, в то время как расходы в виде простой средней — 3,4% (см. рис. 7). По вознаграждению управляющих компаний за тот же период времени наблюдалась обратная картина. Средневзвешенный показатель составил 2,4%, просто среднее значение — 2,1%. Это говорит о том, что уровень расходов



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

Рис. 8. Издержки пайщиков взаимных фондов (% к среднегодовой СЧА)

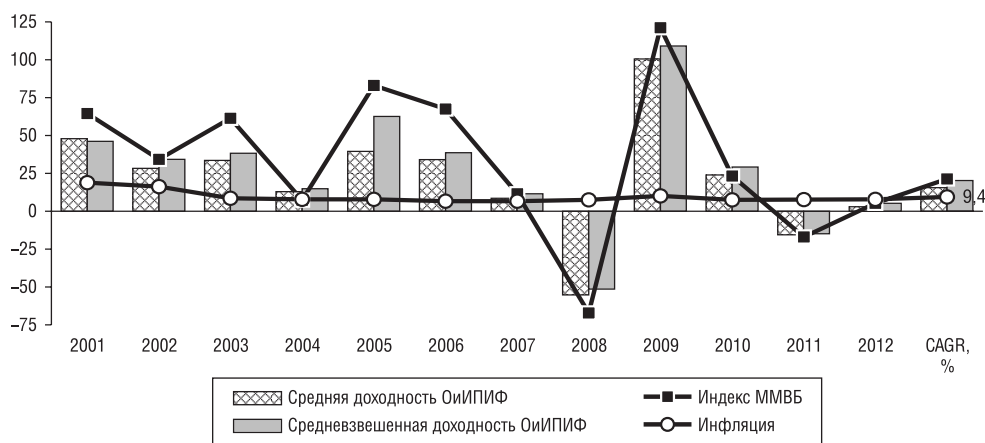
<sup>1</sup> EFAMA. Fund Fees in Europe. October 2011.

по управлению более крупными взаимными фондами был на 0,4 п.п. ниже, чем у менее крупных фондов, в результате эффекта масштаба. При этом крупные взаимные фонды имели возможность выплачивать более высокое вознаграждение управляющим компаниям за счет экономии на вознаграждении специализированным регистраторам, депозитариям, аудиторам, брокерам и расчетным депозитариям.

## 2. Долгосрочная доходность взаимных фондов

Фама и Фрэнч [Fama, French, 2010. Р. 1915] показали, что совокупный портфель всех взаимных фондов, как правило, не создает позитивной «альфы», то есть прибавки к рыночной доходности, обусловленной профессионализмом управляющих. В среднем по отрасли взаимных фондов альфа является отрицательной и соответствует среднему размеру вознаграждения за управление фондами. Такой вывод не предполагает отрицание профессионализма управляющих взаимными фондами, он позволяет лучше понять их полезность для инвесторов. Взаимные фонды в целом не отбирают избыточную прибыль у других участников фондового рынка. Иначе это разрушало бы сам рынок как явление, закрывая его от входа новичков. Главное предназначение взаимных фондов — обеспечить выгоды для инвесторов за счет эффекта масштаба, специализации деятельности и диверсификации портфелей. Это не исключает использования инвесторами элементов игры, например при поиске более доходных взаимных фондов по сравнению с другими.

Как показано на рис. 9, в 2001—2012 годах российские взаимные фонды в среднем позволяли инвесторам получать доходы выше уровня инфляции. За это время уровень инфляции составил 9,4%,



Источники: собственные расчеты авторов и расчеты по данным НЛУ, Банка России и Московской биржи.

Рис. 9. Номинальная средняя доходность взаимных фондов, индекса ММВБ и инфляция (% годовых)

а средняя доходность взаимных фондов — 15,5% годовых без ее взвешивания и 20,3% годовых для средневзвешенной по активам доходности. Разница между простой и взвешенной доходностью представляла собой премию за масштаб взаимных фондов, составляя 4,8 п.п. (20,3—15,5).

Однако оба показателя средней доходности взаимных фондов за период 2001—2012 годов оказались меньше доходности индекса ММВБ, который можно рассматривать как пассивный портфель с нулевой комиссией. Проигрыш фондов по доходности индексу, по нашему мнению, обусловлен слабостью конкуренции между фондами и чрезмерными издержками по управлению ими. В табл. 1 размер премии за масштаб может служить мерой потерь доходности взаимных фондов в результате ограниченной конкуренции между ними. Это проявляется в отсутствии в законодательстве возможности добровольного слияния взаимных фондов и в сложностях, возникающих у пайщиков при переключении вложений между фондами, управляемыми разными компаниями. Из-за проблем в масштабе взаимные фонды теряют в среднем за год 4,8 п.п., в том числе фонды акций — 3,6 п.п.

Низкая эффективность управляющих компаний проявляется в завышенном размере вознаграждения за управление. Как показано в табл. 1, если бы средний размер общего вознаграждения за управление снизился с нынешних 3,4% (стр. 4) до 2,3% (стр. 6), то при условии устранения препятствий для роста масштаба фондов можно было бы рассчитывать, что их сводная доходность сравнялась бы с доходностью индекса ММВБ.

Таким образом, российские взаимные фонды представляют собой вполне жизнеспособный институт, который сумел выжить в кризисах 1998 и 2008 годов. В перспективе они могут в полной мере раскрыть свой потенциал при условии создания адекватной системы регулирования.

Т а б л и ц а 1

## Потенциал повышения доходности взаимных фондов

	Единица измерения	CAGR 2001—2012 (%)
1. Доходность индекса ММВБ	% годовых	21,4
2. Доходность взаимных фондов, всего	% годовых	15,5
3. Премия за эффект масштаба*	п.п.	4,8
4. Общие расходы на управление	% СЧА	3,4
5. Скорректированная доходность фондов (2+3+4)	% годовых	23,7
6. «Разумная» премия за управление (5-1)	п.п.	2,3
7. Доходность фондов акций, всего	% годовых	17,6
8. Премия за эффект масштаба	п.п.	3,6
9. Общие расходы на управление	% СЧА	3,5
10. Скорректированная доходность фондов акций (7+8+9)	% годовых	24,6
11. «Разумная» премия за управление фондами акций (10-1)	п.п.	3,2

\* Разница между простой и взвешенной средней доходностью фондов.

Источник: собственные расчеты авторов.

### 3. Описание выборки и методологии анализа

Для анализа взаимных фондов в России была использована методология регрессионного анализа панельных данных. Модель имеет следующий вид:

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

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

В качестве объясняемых переменных были выбраны следующие три показателя: (1) избыточная доходность взаимных фондов; (2) баланс продаж их паев; (3) размер вознаграждения управляющих компаний.

Для оценки избыточной доходности взаимных фондов их фактическая доходность может сравниваться с доходностью индекса ММВБ, или с условной доходностью каждого фонда, рассчитанной с помощью модели ценообразования стоимости активов (САРМ). В академических исследованиях, посвященных взаимным фондам, принято использовать четырехфакторную модель Кархарта [Carhart. 1997. Р. 61], имеющую следующий вид:

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

где  $R_{it}$  — избыточная по сравнению с доходностью ОФЗ доходность взаимного фонда;  $RM_t$  — избыточная доходность на рынке,  $SMB_t$  (*small minus big*) — разность средних доходностей портфеля акций малой капитализации и портфеля акций с большой капитализацией;  $HML_t$  (*high minus low*) — разница доходностей портфелей активов с высоким значением коэффициента  $BV/P$  (*book-to-market*) и с низким значением этого показателя;  $MOM_t$  (*momentum*) — разница доходностей портфелей «фондов-победителей» за последние 12 месяцев и «фондов-неудачников».

В качестве скорректированной на риск доходности фонда в данном случае рассматривается коэффициент  $\alpha_i$  (формула 1). Применение в исследованиях взаимных фондов модели Кархарта предполагает, что она позволяет более объективно оценить коэффициент  $\alpha_i$  по сравнению с расчетами с помощью фондовых индексов. Однако наши расчеты дневной доходности 306 российских взаимных фондов акций и индексных фондов за 2007—2012 годы показали, что объясняющая сила показателей 4-факторной модели оказалась низкой. В разные периоды времени значимость коэффициентов в моделях даже для одного фонда меняется (всего было оценено 1836 регрессий). Значение коэффициента детерминации в данных регрессиях не превышало уровня 8%.



Поэтому в нашем исследовании избыточная доходность взаимных фондов акций по модели Кархарта применялась лишь как вспомогательный показатель. В качестве основного показателя рассматривалась избыточная доходность по сравнению с доходностью индекса ММВБ (для фондов акций и индексных фондов) и доходностью ОФЗ (для фондов облигаций, денежного рынка, смешанных инвестиций). Доходность взаимных фондов определялась формулой:

$$R_{it} = r_{it} - \mathbb{I}_{index} i_t - \mathbb{I}_{ОФЗ} i_t - \mathbb{I}_{ОФЗ} b_t, \quad (2)$$

где  $r_{it}$  — доходность  $i$ -го взаимного фонда в год  $t$ ;  $i_t$  — доходность индекса в год  $t$ ;  $b_t$  — доходность ОФЗ в год  $t$ ;

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

$$\mathbb{I}_{index} = \begin{cases} 1, & \text{для фондов облигаций, денежного рынка, СИ} \\ 0, & \text{в остальных случаях.} \end{cases}$$

Для анализа влияния факторов на ключевые показатели деятельности взаимных фондов были собраны данные о 709 фондах, разделенных на две группы. В первую группу вошли 334 взаимных фонда акций и индексных фондов; во вторую группу — 375 фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций. При регрессионном исследовании применялись нормированные показатели. Для оценки была использована модель панельной регрессии за период с 2007 по 2012 год. Проверка зависимостей с помощью теста Вальда в табл. 2—4 показала значимость регрессий в целом.

#### 4. Факторы, влияющие на избыточную доходность взаимных фондов

В табл. 2 представлены основные результаты анализа влияния на избыточную доходность взаимных фондов 27 факторов, характеризующих их деятельность. По взаимным фондам акций избыточная доходность отрицательно связана со сроком жизни фонда, в то время как по фондам облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций связь между сроком существования фонда и избыточной доходностью является позитивной. Молодые фонды акций проявляют лучшие способности в выборе перспективных объектов инвестирования по сравнению с более старыми фондами. Это совпадает с выводами, изложенными в работе: [Ferreira et al., 2013. P. 486]. Возможно, специфическим объяснением данной закономерности на российском рынке является стратегия «приукрашивания» доходности молодых фондов.

Повышенная избыточная доходность у более старых фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций может объясняться их меньшей приверженностью приемам искусственного завышения

доходности при создании фонда вследствие меньшей ориентированности таких фондов на спекулятивно настроенных частных инвесторов. Наиболее крупными клиентами таких фондов обычно выступают институциональные инвесторы и нефинансовые компании.

Связь избыточной доходности взаимных фондов и расходов на управление ими оказалась отрицательной. Это согласуется с выводами в: [Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, 2009. P. 2178; Ferreira et al., 2013. P. 502]. Несколько неожиданным оказался позитивный характер зависимости избыточной доходности фондов с размером прочих издержек по управлению ими. В данную статью включаются относимые на уменьшение имущества фондов расходы по оплате услуг брокеров, бирж, депозитариев, раскрытию информации и некоторые другие виды транзакционных издержек. Наем сторонних финансовых организаций при осуществлении операций с активами фондов позволяет получать дополнительную доходность по сравнению со стратегией выполнения всех операций силами сотрудников самой управляющей компании.

Наличие у фонда агента по выдаче, обмену и погашению паев также способствует росту фондов. Это может быть связано с тем, что к дистрибуции через независимых крупных агентов допускаются только «качественные» фонды.

В российских фондах проявляется «эффект умных денег», описанный в: [Gruber, 1996. P. 807; Zheng, 1999. P. 902—903; Sapp, Tiwari, 2004. P. 2005—2006; и др]. Он предполагает, что избыточная доходность фондов зависит от их баланса продаж текущего периода, то есть при приобретении паев пайщики умеют отличать фонды с более высокой доходностью. По нашему мнению, данный эффект в большей мере объясняет теория Саппа и Тивари [Sapp, Tiwari, 2004. P. 2005—2006], предполагающая, что внутри года пайщики следуют стратегии «моментум», вкладывая средства в те фонды, которые показывают лучшие результаты в текущем году, и на следующий год эти фонды также остаются лучшими.

В фондах облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций эффект умных денег не проявляется. Это может объясняться смещенной в сторону институциональных инвесторов структурой их пайщиков, что ограничивает принятие решений о входе-выходе из фондов исходя из поведения других инвесторов. У фондов акций и индексных фондов связь между доходностью текущего года и балансом продаж предшествующего периода носит отрицательный характер, то есть здесь наблюдается результат, обратный эффекту умных денег. Это объясняется тем, что эффект умных денег наблюдается только в пределах текущего года. Связь же между избыточной доходностью текущего года и балансом продаж предшествующего периода имеет иное объяснение. После провала продаж фонда текущего года в следующем за ним периоде управляющие стремятся разными способами, в том числе за счет манипуляций, добиться его более высокой доходности по сравнению с конкурентами.

Положительное влияние на размер избыточной доходности взаимных фондов акций оказывает показатель оборачиваемости их портфелей. Это подтверждает позитивный эффект активного управления портфелями. В отношении фондов облигаций, денежного рынка и смешанных инвестиций данная связь не работает. Из-за опасений перед процентным и другими рисками их управляющие вынуждены формировать портфели с краткосрочной (до 1,5 лет) дюрацией облигаций. Осторожная инвестиционная политика, повышенные издержки из-за ориентации на краткосрочные облигации не позволяют проявиться преимуществам активного управления.

Доля чистой прибыли управляющей компании в размере ее собственного капитала также повышает избыточную доходность фонда, то есть более устойчивые управляющие компании показывают более высокие результаты. Управляющие компании с большей долей в общей стоимости активов под управлением пенсионных резервов и накоплений, как правило, получают более высокую избыточную доходность в управляемых ими взаимных фондах. Положительный характер данной зависимости может объясняться более высоким уровнем квалификации персонала тех УК, которым удается выигрывать конкурсы на право управления пенсионными резервами и накоплениями.

Результаты расчетов в табл. 2 позволяют опровергнуть для российских фондов гипотезу агентских издержек, предполагающую, что в целях предотвращения оттока пайщиков фонды с более низкой доходностью взимают повышенные скидки при погашении паев. В нашем случае размер скидок при продаже паев через управляющую компанию при сроке инвестирования меньше полугодя повышает доходность фонда, что согласуется с выводами в: [Green, Hodges, Rakowski, 2007. P. 3824—3825] и других критиков гипотезы агентских издержек.

Избыточная доходность интервальных ПИФов выше, чем открытых, так как их инвестиционные стратегии более рискованны. Гипотеза о позитивном влиянии на избыточную доходность количества фондов под управлением одной УК не подтвердилась. Это может объясняться закономерностью увеличения числа фондов под управлением крупнейших компаний, не сопровождающейся укрупнением размера данных фондов. Наличие фондов с одинаковыми портфельными стратегиями в одной группе УК, повышенные издержки на их обслуживание и дистрибуцию паев не позволяют проявиться эффектам масштаба деятельности.

Также был проведен анализ с включением в модель фиксированных эффектов. Как видно из столбца (2) табл. 2, направление влияния факторов на избыточную доходность не изменилось, то есть изменения во времени и ненаблюдаемые внутренние различия между фондами не являются ключевыми в данном случае. Введение фиксированных эффектов не изменяет направление влияния факторов на доходность фондов, этот вывод верен для двух групп фондов. Ввиду того, что оценки коэффициентов модели с фиксированными эффек-

тами считаются более робастными в классе линейных панельных моделей, полученное совпадение в направлениях влияния факторов может служить проверкой на устойчивость используемой спецификации.

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

Являются ли наиболее часто упоминаемые в рекламе управляющие компании самыми эффективными с точки зрения доходности управляемых ими фондов? Как видно из табл. 2, влияние данного показателя отрицательно для всех рассматриваемых групп фондов. Более частое упоминание в прессе не позволяет предсказать фонды с повышенной доходностью.

Таблица 2

**Оценка влияния факторов на избыточную доходность  
взаимных фондов, 2007–2012 годы**

Избыточная доходность	Фонды акций и индексные фонды			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Фактор					
СЧА фонда	1,053* [0,2128]	3,988* [1,1062]			
Срок жизни фонда начиная от даты завершения его формирования	-1,015* [0,3275]	-2,273* [0,6264]	-0,084* [0,025]	0,890* [0,1641]	1,968* [0,2263]
Общий размер расходов по управлению фондом	-0,136* [0,0383]	-0,217* [0,0499]	-0,055* [0,0189]		-0,041* [0,0056]
Размер прочих расходов по управлению фондом	5,595*** [3,0231]	9,749** [4,3246]			2,542*** [1,4104]
Продажа паев: 1 — через агентов, 0 — напрямую через УК	7,636* [2,1930]			6,168* [1,1185]	
Баланс продаж текущего года	0,004* [0,0014]	0,002*** [0,0012]	0,0009** [0,0004]		
Баланс продаж предшествующего года	-0,004* [0,0010]	-0,004* [0,0011]			
Оборачиваемость портфеля фонда в отчетном году (%)	0,003** [0,0015]	0,003** [0,0012]			
Оборачиваемость портфеля пайщиков фонда (%)			0,001*** [0,0006]		
Количество взаимных фондов в УК	-1,364* [0,0339]	-1,418* [0,4877]			-1,679* [0,2915]
Доля УК в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений в доверительном управлении (%)	0,110** [0,0572]	3,002* [0,9035]		1,846*** [1,0646]	6,396* [2,0139]
Доля чистой прибыли УК в размере ее собственного капитала (%)	2,350* [0,5892]	3,067* [0,8955]		0,071* [0,0197]	0,077* [0,0203]
Темпы роста выручки УК (%)	-0,094 [0,0569]	-0,148** [0,0607]	-0,083** [0,0411]		
Тип фонда (открытый, интервальный)	-6,740*** [2,6693]				

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 2

Избыточная доходность	Фонды акций и индексные фонды			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
	Частота упоминания УК фонда в СМИ	-0,006*** [0,0027]	-0,045* [0,0101]	-0,004** [0,002]	-0,004* [0,0012]
Размер скидки при погашении паев через УК при инвестировании на срок 6 и менее месяцев	3,65** [1,2795]				
Избыточная доходность фонда за предшествующий год (%)	-0,170* [0,0087]	-0,205* [0,0095]	0,426* [0,0094]	-0,257* [0,0125]	-0,318* [0,0108]
Размер вознаграждения УК			0,402* [0,123]	2,001* [0,4314]	1,479** [0,6389]
Доля иностранных ценных бумаг в портфеле фонда				-0,049*** [0,0277]	
Принадлежность УК к той или иной группе посредников	незначимо		незначимо	незначимо	
Фиксирование временных изменений	нет	да	нет	нет	да
Фиксирование различий в фондах	нет	да	нет	нет	да
Количество наблюдений	2004	2004	924	2250	2250
Скорректированный $R^2$	0,17	0,21	0,09	0,24	0,25

*Примечания:* здесь и далее в табл. 3 и 4 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.

Уровни значимости: \* 1%, \*\* 5%, \*\*\* 10%.

## 5. Факторы, влияющие на потоки средств во взаимных фондах

Как видно из табл. 3, более высокая избыточная доходность текущего года ведет к положительной динамике в балансе продаж. Это согласуется с моделью Берка и Грина [Berk, Green, 2004. P. 1271–1272]<sup>2</sup>, однако с той разницей, что в классической функции продаж баланс продаж взаимных фондов зависит от избыточной доходности не текущего, а предшествующего периода. Большая ориентация пайщиков именно на текущую доходность российских взаимных фондов может быть связана с тем, что по сравнению с развитыми странами они являются относительно краткосрочными инвесторами.

Нами не выявлено наличие выпуклости в зоне убытков в функции продаж российских взаимных фондов. Однако во время кризисов пайщики часто демонстрируют склонность к иррациональному по-

<sup>2</sup> Согласно модели Берка и Грина [Berk, Green, 2004. P. 1287] баланс продаж взаимных фондов является функцией от избыточной доходности фондов за предшествующий период (функция продаж). Данная функция в зоне убытков имеет выпуклую форму. Выпуклость функции продаж отражает иррационализм в поведении инвесторов взаимных фондов, заключающийся в том, что при росте убытков фондов вывод средств из них осуществляется не так быстро, как можно было бы ожидать при рациональном поведении инвесторов.

ведению, предпочитая не продавать, а, наоборот, приобретать паи взаимных фондов, имеющих отрицательную доходность.

Положительное воздействие на баланс продаж оказывает количество фондов, находящихся под управлением компании. У крупных УК больше возможностей в привлечении к продажам паев розничных банков. Размер надбавки при выдачах через агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше положительно влияет на баланс продаж, что подтверждает предположения в: [Bergstresser, Chalmers, Tufano, 2009. P. 4130—4131; Christoffensen, Evans, Musto, 2013. P. 204] о том, что более сильная мотивация агентов способствует росту продаж. Однако при сумме инвестиций до 30 тыс. руб. данный эффект не проявляется. Существует некий порог по величине инвестиций, начиная с которого у агента возникает интерес в продажах паев, что частично подтверждает выводы в: [Odean, Barber, Zheng, 2005. P. 2098—2099]. Положительное влияние на продажи паев оказывает размер скидки при их погашении через УК при сроке инвестирования более года. Чем выше размер вознаграждения продавца, тем более он заинтересован в продажах. Размер надбавки при прямых продажах через УК независимо от суммы инвестиций отрицательно связан с балансом продаж. Повышение размера надбавок, взимаемых при продажах через УК, не ведет к автоматическому росту продаж паев из-за ограниченности маркетинговой сети управляющих компаний. В данном случае повышение размера надбавки в большей мере играет роль ограничителя продаж, чем стимулирования пропускной способности сети продаж. Возраст фонда отрицательно влияет на баланс продаж. Это связано с закономерностями в поведении избыточной доходности фондов, отмеченными в примечании к табл. 2, когда более «старые» взаимные фонды акций характеризуются более низкой избыточной доходностью.

При включении в модель фиксированных эффектов (столбец (2)) направление влияния 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. Как и ранее, модель с фиксированными эффектами позволяет нам сделать вывод о робастности полученных результатов. Общим для всех фондов является независимость баланса продаж от принадлежности УК к той или иной группе финансовых посредников (банкам, брокерам, нерезидентам, специализированным УК, нефинансовым компаниям и страховщикам).

Таким образом, динамика продаж российских коллективных инвестиций во многом следует тем же закономерностям, которые характерны для взаимных фондов, прежде всего развитых стран. Российские пайщики стремятся следовать стандартам разумного инвестирования при вложениях во взаимные фонды. Однако количественные и качественные характеристики продаж паев взаимных фондов в России пока

**Оценка влияния факторов на баланс продаж взаимных фондов,  
2007–2012 годы**

Баланс продаж	Фонды акций и индексные фонды			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Фактор					
Избыточная доходность текущего года	0,254*** [0,1486]	0,122*** [0,0725]			
Избыточная доходность предшествующего года			-0,543* [0,1394]	0,219*** [0,1129]	
Баланс продаж предшествующего года	-0,015*** [0,0078]	-0,192* [0,0084]	-0,027*** [0,0151]		-0,199* [0,0051]
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.	-2,916*** [1,7598]		-1,615*** [0,9331]	-3,829** [1,4948]	
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	-7,337** [2,7392]				
Размер скидки при погашении паев через УК при сроке инвестирования более года	3,848** [1,5198]		4,279** [1,949]	1,088*** [0,6509]	
Размер надбавки при продажах через агентов при сумме инвестиций до 30 тыс. руб.			1,623*** [1,0419]	5,077*** [2,8896]	
Размер надбавки при продажах через агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше	9,797** [3,9961]				
Частота упоминания УК фонда в СМИ	0,043*** [0,0252]	0,014** [0,0071]	0,099* [0,0354]		
Срок жизни фонда, начиная от даты завершения его формирования	-9,738** [3,8545]	-3,104** [1,3571]	-1,873*** [0,9622]	-3,705*** [1,9332]	
Количество фондов в УК	2,452*** [1,4378]	5,754*** [3,3451]		-3,407** [1,5567]	
Собственный капитал УК		-2,015*** [1,1669]	-1,133*** [0,6556]		
Своевременность раскрытия отчетности о фонде			6,984*** [3,7786]		
СЧА фонда					1,078* [0,3545]
Принадлежность УК к той или иной группе посредников	незначимо			незначимо	
Фиксирование временных изменений	нет	да	нет	нет	да
Фиксирование различий в фондах	нет	да	нет	нет	да
Количество наблюдений	2004	2004	924	2250	2250
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,11	0,14	0,12	0,08	0,14

Уровни значимости: \* 1%, \*\* 5%, \*\*\* 10%.

далеки от совершенства. Действующая в России система дистрибуции паев является одним из основных ограничителей развития коллективных инвестиций. Она не дает возможности беспрепятственно переключать инвестиции пайщиков между фондами разных компаний. Плохо обстоит дело с аналитикой, информационно-аналитическими ресурсами о взаимных фондах.

## 6. Факторы, влияющие на размер вознаграждения управляющих компаний

В более крупных фондах по СЧА размер вознаграждения управляющих компаний выше. Это может объясняться тем, что управляющие крупными фондами имеют больше возможностей в плане экономии на услугах инфраструктуры, аудиторов и брокеров, перераспределяя часть указанной экономии в пользу своего вознаграждения. Чем выше доля УК в общей стоимости пенсионных резервов и накоплений, тем, как правило, выше ее вознаграждение за управление взаимными фондами. Это обусловлено переложением административно ограничиваемых издержек по управлению пенсионными резервами и накоплениями на взаимные фонды внутри бизнеса УК. Большее количество фондов под управлением ведет к повышению размера вознаграждения управляющей компании. Это подтверждает экономическую неэффективность стратегии укрупнения управляющих компаний за счет приобретения мелких фондов.

Общим для всех фондов является то, что оборачиваемость портфеля увеличивает размер вознаграждения управляющего. Это означает, что услуги по активному управлению оплачиваются по более высоким ставкам, чем при пассивных стратегиях. Величина полученной за предыдущий год доходности оказывает положительное влияние на вознаграждение управляющего, что является следствием более высокого качества управления активами. Данная тенденция присуща всем рассматриваемым категориям фондов.

Большая рентабельность управляющей компании ведет к росту ее вознаграждения. Стремление повышения рентабельности управляющей компании вынуждает ее увеличивать размеры получаемого вознаграждения. Наличие агента по выдаче, обмену и погашению паев фонда акций и индексного фонда ведет к повышению вознаграждения управляющей компании. 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 фондами в России, направляемая на цели маркетинга и продаж их паев, является непрозрачной для их пайщиков.

Интервальные фонды акций имеют более низкие вознаграждения управляющей компании, чем открытые фонды. Размер скидки при продажах через УК при сроке инвестирования 6 и менее месяцев положительно влияет на вознаграждение менеджмента как для фондов акций, так и для фондов облигаций. Однако данный эффект исчезает при включении фиксированных эффектов. Аналогичная ситуация с показателем размера надбавки при продажах через агентов при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше. Высокий объем инвестирования является своеобразным толчком к увеличению размера вознагражде-



**Оценка влияния факторов на вознаграждение компаний,  
управляющих взаимными фондами, 2007–2012 годы**

Размер вознаграждения управляющей компании	Фонды акций и индексные фонды			Фонды облигаций, денежного рынка и СИ	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Фактор					
СЧА фонда	2,102** [0,8040]	3,313*** [1,9601]		2,469** [1,0755]	1,080** [0,5133]
Срок жизни фонда начиная от даты завершения его формирования	0,067* [0,0164]	0,038*** [0,0204]	0,121* [0,0238]	0,027*** [0,0148]	0,051** [0,0211]
Продажа паев: 1 — через агентов, 0 — напрямую через УК	0,605* [0,1762]		0,295*** [0,1538]		
Баланс продаж текущего года	-0,0007** [0,0003]	-0,0008* [0,00002]	-0,0006** [0,0003]		
Избыточная доходность текущего года			-0,002* [0,0005]	0,002** [0,0008]	0,002** [0,00072]
Избыточная доходность предшест- вующего года	0,006** [0,0023]	0,003** [0,0011]	0,0015** [0,0007]	0,002* [0,0006]	
Оборачиваемость портфеля фонда в отчетном году	0,005* [0,0014]	0,005* [0,00014]	0,0007* [0,0002]	0,0004* [0,00012]	0,0004* [0,00002]
Количество взаимных фондов в УК	-2,560** [1,0151]	-1,982*** [1,2133]			
Доля УК в общей стоимости пен- сионных резервов и накоплений в доверительном управлении (%)	0,013* [0,0028]	0,010** [0,0037]			
Доля чистой прибыли УК в разме- ре ее собственного капитала (%)	0,036* [0,0109]	0,0397* [0,0129]	0,038*** [0,0191]	0,0021* [0,0002]	0,0025* [0,0008]
Тип фонда (1 — открытый, 0 — интервальный)	-0,351** [0,1659]				
Оборачиваемость портфеля пайщиков фонда (%)	0,002** [0,0009]	0,0018** [0,00091]	0,0051* [0,0008]	0,0014*** [0,00076]	0,0016** [0,0008]
Размер скидки через УК при сроке инвестирования меньше полгода (%)	0,654* [0,0988]			0,407* [0,0769]	
Размер надбавки при продажах через УК при сумме инвестиций 300 тыс. руб. и выше			-0,373*** [0,2053]	0,313*** [0,1686]	
Размер надбавки при продажах через агентов при сумме инвести- ций до 30 тыс. руб.	-0,913* [0,2326]				
Размер надбавки при продажах через агентов при сумме инвести- ций 300 тыс. руб. и выше	1,269* [0,2989]		0,865* [0,2447]	0,254*** [0,1436]	
Собственный капитал УК				-1,350*** [0,7124]	
Место нахождения УК			0,623*** [0,328]	-0,469* [0,1662]	
Принадлежность УК к той или иной группе посредников	положи- тельно для УК из брокер- ских групп		незначимо	незначимо	
Фиксирование временных изменений	нет	да	нет	нет	да
Фиксирование различий в фондах	нет	да	нет	нет	да
Количество наблюдений	2004	2004	924	2250	2250
Скорректированный R <sup>2</sup>	0,19	0,19	0,14	0,22	0,24

Уровни значимости: \* 1%, \*\* 5%, \*\*\* 10%.

ния управляющей компании. Во взаимных фондах акций и индексных фондах наблюдается 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.

### Основные выводы и предложения

Во взаимные фонды не поступает достаточно средств от частных инвесторов и НПФ. 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 бизнеса. Действующее регулирование не способствует их укрупнению и развитию конкуренции в сфере коллективных инвестиций. С наступлением кризиса и без того высокие издержки по управлению взаимными фондами стали еще выше.

За период 2001—2012 годов средняя доходность по совокупному портфелю взаимных фондов разных категорий выигрывала у инфляции, но заметно проигрывала фондовому индексу ММВБ. Существенному сокращению отставания доходности совокупного портфеля взаимных фондов от индекса могли бы способствовать повышение их размеров и снижение общего уровня расходов по управлению фондами.

Основной вывод, который можно сделать на основе анализа факторов избыточной доходности и баланса продаж взаимных фондов, — это то, 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 осуществляют взаимные фонды во всем мире. Этим взаимные фонды уже доказали свою необходимость и полезность на российском финансовом рынке.

---

**Aleksandr ABRAMOV**, Cand. Sci. (Econ.), Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, prosp. Vernadskogo, Moscow, 119571, Russian Federation); professor, National Research University — Higher School of Economics (26, Shabolovka ul., Moscow, 119049, Russian Federation). E-mail: ae\_abramov@mail.ru.

**Kseniia AKSHENTSEVA**, junior researcher, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, prosp. Vernadskogo, Moscow, 119571, Russian Federation); student, Department of Economics and Law, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn (Germany). E-mail: ksakshentseva@gmail.com.

## Development of Mutual Funds in Russia

### Abstract

Since 1996 first Russian mutual funds have been representing portfolios of exclusively private savings and in contrast to the banks they have not got the support of central bank. Unlike the Russian bank-managed mutual funds and offshore hedge funds they did not give rise to defrauded investors. However, unlike their foreign counterparts, Russian mutual funds have not yet realized their potential. This can be explained by problems in regulation and efficiency of the fund management. Nevertheless, the economy of Russian mutual funds largely follows the same laws as the foreign funds. This research is an attempt to partially make up for the lack of knowledge about the economy of mutual funds in Russia and estimate their performance based on unique data-set of 709 funds. *Key words: mutual funds, excess return, unit investment funds, performance of mutual funds, investment units, Russian securities market.*

### References

1. Bergstresser D., Chalmers J., Tufano. P. Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. *Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, no. 10, pp. 4129-4156.
2. Berk B., Green R. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112, no. 6, pp. 1269-1295.
3. Carhart M. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 1997, vol. 52, no. 1, pp. 57-82.
4. Christoffensen S., Evans R., Musto D. What Do Consumers' Fund Flows Maximize? Evidence from Their Brokers' Incentives. *Journal of Finance*, 2013, vol. 68, no. 1, pp. 2001-2035.
5. Fama E, French. K. Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, 2010, vol. 65, no. 5, pp. 1915-1947.
6. Ferreira M., Keswani A., Miguel A., Ramos S. The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 2013, vol. 17, no. 2, pp. 483-525.
7. Gil-Bazo, J. and Ruiz-Verdu, P. Yet Another Puzzle? The Relation Between Price and Performance in the Mutual Fund Industry. *Journal of Finance*, 2009. no. 64, no. 5, pp. 2153-2183.
8. Green J., Hodges C., Rakowski D. Daily Mutual Fund Flows and Redemption Policies. *Journal of Banking & Finance*, 2007, vol. 31, no. 12, pp. 3822-3842.
9. Gruber M. Another puzzle: The Growth in actively Managed Mutual Funds. *Journal of Finance*, 1996, vol. 51, no. 3, pp. 783-807.
10. Odean T., Barber B., Zheng L. Out of Sight, Out of Mind: The Effect of Expenses on Mutual Fund Flows. *Journal of Business*, 2005, vol. 78, no. 6, pp. 2095-2120.
11. Sapp T., Tiwari, A. Does Stock Return Momentum Explain the "Smart Money" Effect? *Journal of Finance*, 2004, vol. 59, no. 6, pp. 2605-2622.
12. Zheng L. Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors Fund Selection Ability. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, no. 3, pp. 901-933.