

Федеральное государственное автономное образовательное  
учреждение высшего образования  
«Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»

*На правах рукописи*

Тарасов Евгений Борисович

**БИРЖЕВЫЕ ФОНДЫ (ETF) И СКРЫТЫЕ ИНДЕКСНЫЕ СТРАТЕГИИ  
РОССИЙСКИХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ (ПИФ)**

**РЕЗЮМЕ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук НИУ ВШЭ

Научные руководители:

Берзон Н.И., д. э. н.;

Суворов А.Д., PhD

JEL: G11, G23, G41

Москва – 2019

## Актуальность исследования

По данным Федерального Резерва, индивидуальные инвесторы в США на протяжении нескольких десятилетий сокращают прямые вложения в акции компаний.<sup>1</sup> В то же время происходит постоянный рост инвестирования в акции компаний через открытые паевые инвестиционные фонды (ПИФ). Открытые паевые, а с недавнего времени и биржевые инвестиционные фонды (ETF)<sup>2</sup>, являются основным финансовым инструментом индивидуальных инвесторов в США, использующимся, в том числе, и для пенсионных накоплений<sup>3</sup>. Наибольший прирост среди фондов показывают индексные фонды, также называемые пассивными. Доля активов под управлением индексных фондов, следующих за индексами акций, достигла в 2015 году 34% от активов всех фондов акций, в то время как в 1995 году эта доля была всего лишь 4% (Vogle, 2016). Из-за стремительного развития технологий, позволяющих, в том числе, и снижать себестоимость управления такими фондами, практически не требующего вмешательства человека, часть

---

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20140306/annuals/a1985-1994.pdf>;  
<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1995-2004.pdf>;  
<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>

<sup>2</sup> ETF (exchange traded funds) – это биржевые фонды, которые предоставляют инвесторам возможность получать доходность выбранного индекса еще проще и дешевле, чем это делают индексные паевые фонды (Poterba & Shoven, 2002; Boehmer & Boehmer, 2003; Kostovetsky, 2003; Svetina, 2010; Agarova, 2010). Основное отличие биржевого фонда от паевого заключается в том, что акции биржевых фондов котируются на бирже так же, как и акции компаний. Их покупка осуществляется в режиме реального времени. В случае же паевого фонда, чтобы приобрести / продать пай необходимо послать в фонд заявку заранее, не зная точной цены пая.

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2015.pdf>;  
[http://www.icifactbook.org/ch7/17\\_fb\\_ch7#retirement](http://www.icifactbook.org/ch7/17_fb_ch7#retirement);

аналитиков утверждает, что, самое позднее, к 2024 году доля пассивных фондов превысит долю активных.<sup>4</sup>

Управляющему активного фонда необходимо постоянно искать наиболее / наименее перспективные бумаги, наилучшие моменты для их покупки / продажи с целью достижения доходности, максимально превышающую доходность индекса, а также постоянно следить за пропорциями всех бумаг в портфеле для сохранения оптимального соотношения «риск/доходность». Управляющему индексного фонда не надо ни искать объекты для вложений, ни думать о доходности, ни об оптимальных пропорциях. Ему заранее известно какой у него должен быть портфель: в портфеле должны быть акции всех эмитентов, в той пропорции, в которой они входят в индекс. Наиболее точное выполнение такого условия позволит ему показывать доходность максимально приближенную к доходности, которую показывает индекс.

Логично, что, за услуги активных фондов, стремящихся регулярно обгонять рынок за счет инвестиций в анализ рынков и компаний, а также знаний и усилий своих менеджеров, инвесторы платят обычно существенно больше, чем за услуги индексных фондов. В среднем, в развитых странах, ежегодные комиссии активных фондов выше почти на 200%: 2,12% у активных фондов и 0,77% у индексных (Cremers et al., 2015). В США, например, в 2016 году, ежегодные комиссии активных фондов акций выше примерно на 800%: 0,09% у индексных фондов акций и 0,82% у активных фондов акций<sup>5</sup>. Если инвестору известно, какой именно индекс активный фонд обещает обгонять, то, сравнив доходность фонда с доходностью индекса, ему легко оценить насколько стоило ему платить за услуги активного управления. В США, с 1998 года, комиссия по ценным бумагам (SEC) требует от активных

---

<sup>4</sup> [http://www.n3d.eu/medias/n3d/files/PBC\\_1057026.pdf](http://www.n3d.eu/medias/n3d/files/PBC_1057026.pdf)

<sup>5</sup> [https://www.ici.org/pdf/2017\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf)

фондов указывать в своих проспектах индекс (бенчмарк), доходность которого фонды планируют превышать (Sensoy, 2009).

Однако, инвестор далеко не всегда осознает важные детали выбора, стоящего перед ним: например, когда фонд в большой степени, или полностью, просто следует за своим бенчмарком, не декларируя этого, а размер его комиссии в глазах инвестора сопоставим с размером комиссий полностью активных фондов, инвестор оплачивает сервис активного управления не осознавая его частичного или полного отсутствия. Инвестирование в ПИФы, преследующие скрытые индексные (или скрытые пассивные) стратегии рассматривается в свете концепции «либертарианского патернализма» (libertarian paternalism) (Sunstein and Thaler, 2003): если практика показывает, что ошибки инвесторов ожидаемы, то целесообразно разработать меры, по снижению частоты таких ошибок. Данная концепция строится на теории «ограниченной рациональности» (bounded rationality) (Simon, 1953), теории об ограниченных вычислительных ресурсах агента.

**Целями** данного диссертационного исследования являются, во-первых, изучить влияние скрытых индексных стратегий ПИФов на финансовый результат инвесторов, и, во-вторых, предложить меры экономической политики, направленной на снижение частоты совершаемых ошибок инвесторами, связанных со скрытым индексингом.

Скрытые индексные стратегии рассматриваются на примере российского рынка ПИФов, который составляет всего 0,2% от годового ВВП России. Для сравнения, в других странах БРИКС, этот показатель принципиально выше: в Бразилии – 45,3%, в Индии – 5,7%, в Китае – 5,2%, в Южной Африке – 40,7%. В США этот показатель достигает 89,4% (Иноземцев, Симонов, Горяев, 2016). По этому критерию Россия занимает 64 из 67 мест в мире (Абрамов, Акшенцева, 2015).

Для выявления ПИФов, следующих скрытым индексным стратегиям и для измерения уровня пассивности фондов в целом, может быть использована концепция «Активная часть» / (Active Share / AS) (Cremers and Petajisto, 2009). Активная часть была успешно использована Кремерс, Феррейра, Матос и Старкс (Cremers, Ferreira, Matos, Starks, 2016) при исследовании ими паевых фондов на рынках 32 стран (в том числе и не входящих в список принципиально более развитых рынков коллективных инвестиций, например Польша)<sup>6</sup>. Активная часть показывает насколько портфель фонда отклоняется от своего бенчмарка (индекса) и вычисляется по формуле 1.

$$(1) \quad AS = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{N_0} |w_{\text{fund},i} - w_{\text{index},i}|,$$

где  $w_{\text{fund},i}$  и  $w_{\text{index},i}$  являются весами актива  $i$  в портфеле фонда и в индексном портфеле (бенчмарке фонда). Фонды, Активная часть которых менее 60% авторы концепции обозначают как скрытые индексеры (closet indexers). В отличие от всех ранее изученных стран, скрытый индексинг на российском рынке проявляется в двух формах: скрытый индексинг активных фондов и скрытый индексинг фондов фондов, портфель которых состоит из акций одного<sup>7</sup> биржевого фонда (ETF).

---

<sup>6</sup><https://datamarket.com/data/set/281b/mutual-fund-assets-to-dp#!ds=281b!2rqc=1s&display=line>

<sup>7</sup> Отдельные фонды фондов после публикации исследования автора о ПИФах, портфель которых полностью состоит из одного ETF, добавили в портфель несколько акций, входящих в тот же индекс, или несколько других биржевых фондов, следующих за одним и тем же индексом. Таким образом, их Активная часть увеличилась с 2-3% до 5-10%, что также соответствует критерию скрытого индексинга. С другой стороны, эти фонды фондов отличаются по своей структуре от активных фондов, которые не вкладывают более 15% в ценные бумаги одного эмитента. Исследование, являются ли публикации автора причиной вышеописанных изменений в стратегии части фондов, или это совпадение, не является одной из задач диссертации.

Для российского рынка одновременно характерны две особенности, связанные с ETF. Найти похожих примеров в других странах автору не удалось.

Первая особенность – это неразвитость рынка биржевых фондов: первый ETF на московской бирже появился в 2013 году. Данный ETF отражает доходность широкого рынка российских корпоративных облигаций (EMRUS; Bloomberg Barclays).<sup>8</sup> Торговля акциями ETF, следующим за широким индексом российских акций (RTS), началась в 2016.<sup>9</sup>

Вторая же особенность российского рынка заключается, наоборот, в исключительной распространённости использования ETF управляющими российских ПИФов (фондов фондов) для реализации вышеупомянутых скрытых индексных стратегий. Действие фондов, портфель которых почти полностью состоит из одного ETF и величина комиссий которых воспринимается как сопоставимая с величиной комиссий активных фондов, автор предлагает называть «неявным индексингом» (implicit indexing)<sup>10</sup>, а действие инвесторов, вкладывающих в такие фонды, поведенческим феноменом неоптимального инвестирования в индексные фонды, «Российским ETF парадоксом». Проведенные среди индивидуальных инвесторов опросы на тему «зачем люди доверяют свои деньги инвестиционным фондам, а не вкладывают в акции напрямую», однозначно показывают только один ответ: «потому что управляющие фондов имеют больше опыта, образования и времени, для того чтобы постоянно отслеживать рынок с целью поиска наиболее / наименее перспективных акций и момента их покупки / продажи». Более того, эти опросы показывают, что люди не готовы оплачивать работу фонда, если фонд таким поиском не занимается.

---

<sup>8</sup> FinEx Russian Eurobonds ETF

<sup>9</sup> FinEx Russian RTS Equity UCITS ETF

<sup>10</sup> Подчеркивая отличия таких фондов от явных индексных фондов (explicit indexing) и скрытого индексинга активных фондов (closet indexing).

Однако, в период исследования (2014 – 2015), больше всего денежных средств привлекли именно те фонды, которые именно таким поиском не занимаются.

Учитывая особенности российского рынка, связанные с ETF, прежде всего, роль, которую ETF играют при создании скрытых индексных стратегий, а также с целью поиска возможных причин «Российского ETF парадокса», **первая глава** диссертационного исследования посвящена обзору академических исследований о биржевых фондах. На момент исследования, автору удалось найти только три обзора академических исследований: Deville (2008), Charupat and Miu (2013) и Madhavan (2014)<sup>11</sup>. Представленный в первой главе обзор, является логичным дополнением этих трёх предшествующих обзоров: в нем разобран целый ряд новых важных исследований, не вошедших в ранее опубликованные статьи, а вошедшие рассмотрены с новых углов зрения. Более того, в главе представлена схема этапов становления рынка биржевых фондов, а также принципы их классификации. По сведениям автора, настоящее диссертационное исследование является первым в России, связанным с биржевыми фондами.

В первой части **второй главы** диссертации документируется явление второго вида скрытого индексинга (с использованием одного ETF) и изучается влияние такой стратегии фонда на чистый финансовый результат инвестора. Появившись в 2012 году, фонды, которые переводят практически все деньги пайщиков на покупку акций одного, заранее известного инвестору ETF, за двухлетний период исследования (2014-2015) привлекли больше средств, чем какие-либо другие группы фондов. Практически все фонды фондов за два-три года перешли к такой практике «управления портфелем», т.е. одной из форм

---

<sup>11</sup> Последним обзором к моменту сдачи данного диссертационного исследования можно считать Ben-David, Franzoni, Moussawi (2017). Кроме исследования основной темы (о влиянии ETF на цены активов), авторы делают краткий обзор литературы по выборочным темам, включая вопросы «ETF vs. индексные ПИФы» и «Рост доли пассивного инвестирования».

скрытой индексной стратегии (Приложение 1). Эти фонды не заявляют о том, что они являются пассивными фондами, к тому же, в еще более упрощенной форме, чем классические индексные фонды. При этом, в глазах инвесторов комиссии этих фондов практически не отличаются от комиссий активных фондов, т.е., расходы инвесторов не сопоставимы с расходами при вложении в акции тех же самых ETF самостоятельно. Так, при инвестировании на 10 лет, на комиссии ПИФа расходуется до одной трети инвестиционного капитала. Инвестируя в эти же ETF самостоятельно, через брокерский счет, за тот же период инвестор расходует не более 2-3% (даже если брокер принадлежит тому же финансовому институту, который владеет и управляющей компанией, организующей вышеупомянутые ПИФы). Сравнение издержек при вложении в акции одного и того же ETF через ПИФ и брокерский счет осуществляется по методологии сравнения инвестирования в один и тот же индекс через биржевой и паевой фонд (Kostovetsky, 2003).

Вторая часть второй главы посвящена исследованию скрытого индексинга активных фондов на базе концепции «Активная часть» (Cremers and Petajisto, 2009). Для оценки влияния скрытого индексинга активных фондов на чистый доход инвестора (скорректированного на риск) строится панельная база данных о деятельности ПИФов за период с начала 2011 по середину 2016 года (1190 наблюдений по 62 фондам акций, попавших в выборку). В выборку попадают только те фонды, которые можно привязать к одному из российских индексов.<sup>12</sup> Таким образом, в выборке находятся только фонды, инвестирующие более 50% своего СЧА<sup>13</sup> в российские активы. Показателем доходности является однофакторная CAPM альфа. Главным результатом является выявление отрицательной и значимой зависимости между мерой активности менеджеров (активной частью) фондов и чистым

---

<sup>12</sup> Согласно методологии Активная часть, для всех фондов определяется наиболее близкий к ним бенчмарк (индекс)

<sup>13</sup> СЧА – стоимость чистых активов

финансовым результатом инвесторов, скорректированным на риск (альфа): в среднем, чем больше управляющий российского ПИФа старается обогнать индекс, тем хуже для инвестора. Такая ситуация не обнаруживается на других изученных рынках (Cremers, Ferreira, Matos, Starks, 2016) и является тревожным сигналом, говорящем о качестве услуги активного управления. В данном исследовании делается допущение, что у большинства управляющих нет каких-либо других причин отклоняться от индекса, кроме активной попытки этой индекс обогнать. Нахождение других причин, возможно, сместило бы акцент с вопросов о мастерстве управляющих на вопрос об их добросовестности как агента. Это только добавило бы аргументов в пользу негативной оценки качества услуги активного управления в России.

Так как размер комиссионных платежей фонда является одной из ключевых характеристик фонда, влияющих на финансовый результат инвестора, было проведено также исследование связи скрытого индексинга (высоты Активной части) и величины расходов пайщиков. Таким образом, всего рассматривается две многофакторные регрессии. В первом случае, зависимой переменной выступает значение альфы, а независимыми Активная часть, размер фонда, денежный поток. Во второй регрессии зависимой переменной выступает размер полных расходов пайщиков, а независимыми также Активная часть, размер фонда, денежный поток, а также доходность. Размер Активной части значимо и положительно коррелирует с высотой полных расходов пайщиков. Логично, что активные менеджеры пытаются требовать более высокое вознаграждение и, как показывает анализ, им удается его получить. Результаты исследований (Cremers and Petajisto, 2009; Cremers, Ferreira, Matos, Starks, 2016) не показывают однозначной ситуации по этому вопросу. Выявлена значимая и отрицательная корреляция между размером фонда и величиной полных расходов пайщиков, что полностью согласуется с существующей иностранной литературой (Khorana, Servaes, Tufano, 2009), но, при этом, идет в разрез с литературой по России (Абрамов, Акшенцева, 2015).

Возможно, это связано с особенностями выборки, в которой были собраны фонды, фокусирующиеся на российских активах. Половина же российских фондов акций инвестируют в зарубежные ценные бумаги.

В разделе также дается краткая характеристика Активной части российского рынка, и показываются доли рынка ПИФов с различными индексными стратегиями. Данные сравниваются с выборочными зарубежными рынками. Доля полностью пассивных фондов (явный и неявный индексинг) достигает 30%, делая российский рынок одним из самых пассивных в мире. Уровень же скрытого индексинга не выделяется из общей мировой статистики. Таким образом, российский рынок впервые исследован, используя концепцию «Активная часть», что дополняет уже имеющиеся исследования о более, чем 30 рынков (Cremers, Ferreira, Matos, Starks, 2016).

В конце второй главы тестируется, обгоняют ли российские ПИФы основной домашний индекс: представляются результаты расчетов средней избыточной доходности активных фондов (benchmark-adjusted return), нескорректированной на риск<sup>14</sup> в посткризисный период (2010 - 2016 гг.). В среднем, активные фонды уступают по доходности индексным фондам, и, тем более, не обгоняют рыночный портфель. Данные результаты противоречат наблюдениям Абрамова, Акшенцевой и Радыгина (2015), а также Володина и Кузнецовой (2015), которые показывают, что доходность активных фондов, нескорректированная на риск, незначительно, но превышает доходность индексных фондов. Возможно, причиной разных результатов являются разный подход к выборке: насколько автору известно, в данном

---

<sup>14</sup> По методике Володина и Кузнецовой, сначала предлагается анализировать доходность нескорректированную на риск. Абрамов, Акшенцева и Радыгин (2015) показывают, что измерять избыточную доходность российских ПИФов с учетом риска не имеет смысла. Так как расчеты по Активной части дополняют обзор по другим странам (Cremers, Ferreira, Matos, Starks, 2016), то в целях соблюдения методологии расчеты доходности для соответствующего раздела делаются с учетом риска.

диссертационном исследовании, изучая обгоняют ли российские ПИФы ведущий российский индекс, как было отмечено выше, впервые изучается портфель каждого фонда, с целью найти только фонды, инвестирующие не менее половины своего СЧА в широкий российский рынок. После поправок на риск, Володин и Кузнецова, однако, получают результаты, аналогичные нашим: в среднем российские активные фонды не обгоняют индексные фонды. Такие же результаты получают и Озорнина, Чиркова (2012).

Результаты исследований, в дополнение к другим работам о слабости развития российской индустрии коллективных инвестиций (например, Абрамов, 2011; Абрамов, Акшенцева и Радыгин, 2015; Иноземцев, 2016) позволяют сделать вывод о необходимости поиска новых путей оживления отрасли.

Целью **третьей главы** является формулирование возможных мер экономической политики, направленных на снижение частоты совершаемых инвесторами ошибок, связанных со скрытым индексингом. Так как, согласно результатам, описанным выше, скрытый индексинг российских активных фондов, как минимум, не наносит прямого экономически значимого ущерба для инвесторов, то дальнейшее исследование фокусируется на скрытом индексинге фондов фондов.

К сожалению, результаты исследования показывают, что даже довольно объективные и простые для восприятия существующие описания фондов не позволяют большинству, даже финансово высоко образованных людей, осознать отсутствие необходимости активного управления не только у фондов фондов, портфель которых состоит из одного заранее известного ETF, но и у индексных фондов вообще.

Исследование проводится с использованием экспериментального метода, популярность которого сильно возросла за последние годы.<sup>15</sup>

Серия западных академических работ в период 2004 по 2010 гг. (период резкого роста популярности пассивных фондов) исследует причины неоптимального выбора при инвестировании в индексные фонды. Почти во всех работах, авторы рассматривают выбор инвесторов среди примерно 80 существующих американских фондов, следующих за индексом S&P 500. В отличие от разницы доходностей (до вычета комиссий) у активных фондов, пытающихся этот индекс обогнать, разница доходностей у индексных фондов минимальна<sup>16</sup>. При этом, однако, разброс величины комиссий у индексных фондов не меньше, чем у активных (Choi, Laibson, and Madrian, 2010). В основном, исследователи индексных фондов едины в том, что в глазах рационального инвестора, индексные фонды, следующие за одним и тем же индексом, являются идентичными (commodity goods)<sup>17</sup> продуктами (Elton, Gruber and Busse, 2004; Hortacsu and Syverson, 2004; Boldin and Cici, 2010; Choi, Laibson and Madrian, 2010).

---

<sup>15</sup> Например, журнал «Общества экспериментальных финансов» (Society for experimental finance), Journal of Behavioral and Experimental Finance, вышедший впервые в 2014 году, уже в 2016 году вошел в Q2 рейтинга SCOPUS в разделе «финансы». Более того, в основе двух из трех последних западных исследований похожей темы, описанной ниже, лежит экспериментальный и опросно-экспериментальный метод (Choi, Laibson, and Madrian, 2010; Müller, Weber, 2010).

<sup>16</sup> Из-за различных (чаще технических) факторов пассивные фонды редко со стопроцентной точностью отражают динамику изменения индекса. Всегда существует ошибка следования, вследствие которой инвесторы видят в индексных фондах разную доходность. Средняя Активная часть индексных фондов в США варьируется около 4% (Cremers et al., 2016).

<sup>17</sup> Продукты с одинаковыми характеристиками. Практически единственным критерием выбора между экземплярами является цена. Например, нефть марки «Brent», пшеница одного сорта, сыр одного типа и т.д.

Исследуемый в литературе феномен имеет два аспекта. Первый – это сам факт выбора более дорогостоящих фондов среди индексных фондов: существенная часть инвесторов, решившая вкладываться в индексные фонды, выбирает фонд с высокими комиссиями, несмотря на то, что за этим же индексом следуют другие индексные фонды, чьи комиссии существенно ниже, а известность и репутация управляющих компаний не менее высока (Choi, Laibson and Madrian, 2010). Парадокс усиливается предположением, что, казалось бы, ИФ должны выбираться в том числе людьми, которым известны слабые результаты деятельности АФ: лишь не более 2% АФ обыгрывают индексы (Fama, French, 2010). Следовательно, можно было бы предположить, что среди инвесторов в ИФ больше рациональных инвесторов, которые не готовы переплачивать за «малообещающий» сервис активного управления. В таком случае, логичным является вопрос, почему же большое количество этих, вроде бы рациональных инвесторов, не так рациональны при выборе самих ИФ (Boldin, Cici, 2010; Müller, Weber, 2010).

Чой и др. (Choi, Laibson and Madrian, 2010), подводя итоги предшествующих исследований показывают недостаточность ранее выдвинутых и обоснованных гипотез (описаны в главе 3). Однако, вопрос о ведущих причинах парадокса авторы оставляют без ответа. Болдин и Чичи (Boldin and Cici, 2010) соглашаются, что нет разумной мотивации для инвестора выбирать дорогие индексные фонды. Они называют это поведение «парадоксом иррациональности при инвестировании в индексные фонды» (Index Fund Rationality Paradox). Оппонируя Choi et al. (2010), авторы отмечают, что этот парадокс существует благодаря группе наивных индивидуальных инвесторов, которые находятся под влиянием брокеров и финансовых консультантов.

Учитывая вышеописанную академическую дискуссию, в ходе данного экспериментального исследования причин парадокса были выбраны испытуемые, которых обычно не называют наивными инвесторами.

Проверяется и опровергается *гипотеза* о том, что люди с высоким уровнем финансового образования (или инвестиционным опытом) *полностью осознают разницу между тремя основными группами открытых инвестиционных фондов: фондами, стремящиеся максимально обогнать свой бенчмарк (активные фонды), фондами, стремящиеся максимально показывать доходность индекса (индексные фонды), и фондами, все средства которых вкладываются автоматически в одну заранее задекларированную ценную бумагу (акции биржевого фонда)(фонды фондов с 1 ETF)*. Дизайн эксперимента специально подобран таким образом, чтобы постараться максимально исключить известные рациональные факторы, которые имеют потенциал влияния на процесс принятия решений. Отправной точкой для разработки методики является дизайн эксперимента Choi et al., (2010), проведенным авторами в Harvard business school. Ключевой особенностью эксперимента является впервые разработанная система проверки способности выделять пассивные фонды из общего списка через выявление сравнительных оценок участниками усилий, затрачиваемых управляющими фондами на ведение портфеля и уровня минимально необходимых знаний и опыта для ведения портфеля.

Результаты исследования дают основания полагать, что препятствием на пути к полному пониманию разницы между разными типами фондов является естественная предрасположенность человека к моментальной автоматической категоризации окружающего мира. Категоризация является бессознательным процессом упрощения информации и существует по двум причинам (Rosch and Mervis, 1975): во-первых, в силу ограниченности когнитивных ресурсов человека и необходимости их оптимального использования; во-вторых, из-за постоянной потребности людей в хорошо структурированной картине окружающей среды. Категоризация является первой реакцией нашего организма на любой стимул (Bruner, 1957).

В заключении главы, в свете концепции «либертарианского

патернализма» (Sunstein and Thaler, 2003), формулируются возможные меры экономической политики, направленные на повышение уровня понимания стоящего перед инвестором выбора. Например, по примеру американского регулятора, можно обязать все активные фонды указывать индекс (бенчмарк), доходность которого они планируют систематически обгонять. Иначе, большинство людей так и не догадаются, что ключевой целью каждого активного фонда является обеспечение инвестора доходностью выше доходности индекса (вернее, индексных фондов), а не депозита, как сегодня считает подавляющее большинство российских инвесторов.

### **Научная новизна и вклад работы**

Диссертационная работа расширяет российские исследования о фондах коллективных инвестиций. В частности, это первое российское диссертационное исследование, связанное с новыми продуктами для российского рынка – биржевыми фондами (ETF). Это также первое исследование российского рынка, в котором применена новая методика оценки деятельности паевых фондов – «активная часть» (Cremers and Petajisto, 2009). Новым для российской академической практики является и подход к формированию выборки для исследования вопроса обгоняют ли фонды российский индекс: например, из выборки исключаются фонды, фокусирующиеся на зарубежных активах – по аналогии с зарубежными работами (например, Fama and French, 2010) и руководствуясь принципами общей логики. В работе идентифицируются два типа скрытых индексных стратегий, применяемых паевыми фондами на российском рынке, а также документируется и изучается поведение индивидуальных инвесторов, покупающие паи фонды фондов, портфель которых состоит из акций одного заранее известного ETF. Формирование конкретных предложений по регулированию рынка открытых ПИФов в парадигме «Либертарианского патернализма» (nudging), вытекающих из проведенного научного анализа, также является научно-практическим вкладом диссертации.

Полученные результаты показывают, что большая активная часть фонда сопряжена с более высокими комиссиями (что согласуется с результатами по другим странам), но не приводит к большей чистой доходности (в отличие от других стран). Результаты, показывающие отсутствие полного понимания инвесторами различий между активными и пассивными фондами ввиду естественной предрасположенности человека к моментальной автоматической категоризации окружающего мира, являются вкладом в мировую академическую теорию об инвестиционных фондах. Наконец, в работе представлен всеобъемлющий обзор академической литературы по ETF, включающий в себя и обзор работ, не вошедшие в ранее опубликованные обзоры. Впервые схематично систематизированы этапы развития рынка ETF и предложена их классификация.

### **Положения, выносимые на защиту**

Первое. На российском рынке существует два типа скрытых индексных стратегий управляющих ПИФов:

1. индексинг активных фондов, которые вместо приложения усилий для достижения доходности, максимально превышающую индекс, в большой степени просто следуют за ним («скрытый индексинг»);
2. индексинг фондов фондов, направляющие все средства инвесторов на покупку акций одного заранее известного биржевого индексного фонда («неявный индексинг»).

Второе. Исследование индексинга активных фондов показало отрицательную зависимость между уровнем активности фонда и его скорректированной на риск чистой доходностью: управляющий активным фондом, который больше следует за индексом, в среднем, приносит пайщикам лучший финансовый результат, чем управляющий, активно стремящийся этот индекс обогнать.

Третье. Исследование индексинга фондов показало, что расходы инвесторов на комиссии таких ПИФов за 10 - ти летний период достигают 36% от инвестируемого капитала. При инвестировании же на тот же период напрямую, через брокерский счет, расходы не превышают 2-3%.

Четвертое. Исследование нескорректированной на риск чистой избыточной доходности (benchmark-adjusted return), показывает, что с 2010 года, активные фонды, инвестирующие преимущественно в широкий российский рынок, в среднем, показывают худшую доходность относительно основного индекса, чем индексные фонды, следующие за этим индексом.

Пятое. Поведенческий феномен неоптимального выбора способа инвестирования в ETF - через ПИФы, а не напрямую - отнесен автором к одному из проявлений парадокса иррациональности при инвестировании в индексные фонды. Экспериментальное исследование показывает, что, даже несмотря на хорошее финансовое образование (или опыт), и дополнительную вспомогательную информацию, люди не разделяют фонды на категории по критерию «активный / пассивный». Возможно, они просто не могут преодолеть естественную предрасположенность человека к моментальной автоматической категоризации окружающего мира.

Шестое. В соответствии с концепцией «либертарианского патернализма» (Sunstein and Thaler, 2003) были сформулированы возможные «административные» шаги, которые могли бы облегчить инвесторам понимание сути услуг, предлагаемых фондами. Например, по примеру американского регулятора, можно обязать все активные фонды указывать индекс (бенчмарк), доходность которого они планируют систематически обгонять.

## **Апробация результатов исследования (конференции, научные публикации)**

Результаты диссертационного исследования включены в программу курса «управление личным капиталом» подготовки магистров по направлению «Финансы» (Российская Экономическая Школа).

Положения и результаты исследования были представлены на аспирантских семинарах и семинаре Департамента финансов НИУ ВШЭ, а также на 5-ти конференциях: XIII межвузовская научная конференция «Фондовый рынок: современное состояние и возможности для частного инвестора» (Москва, 2016); «7<sup>th</sup> International Research Meeting in Business and Management» (Ницца, 2016); «3-ий Российский Экономический Конгресс» (Москва, 2016); «Experimental Finance conference» (Ницца, 2017); PhD workshop "Financial Markets and Corporate Strategies: Comparative Studies" в рамках XIX Апрельской международной научной конференции (Москва, 2018).

Основные результаты диссертационного исследования нашли отражение в 5-ти статьях, 4 из которых индексируются в международных научных базах и/или в «белом списке» НИУ ВШЭ.

### **Список публикаций по теме диссертации**

1. Tarassov E. B. ETF: history, mechanism, academic literature review and research perspectives // Journal of Corporate Finance Research. 2016. Vol. 38, no. 2, pp. 89-108.
2. Tarassov E. B. The Index Fund Rationality Paradox and Categorical Thinking // HSE Economic Journal, 2017. vol. 21, no. 3, pp. 412 - 433.
3. Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б. Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? // Вопросы Экономики, 2018. № 3. С. 64—79.

4. Tarassov E. B. The Russian ETF puzzle and its possible reasons //Algorithmic Finance, 2017. vol. 6, no. 3-4, pp. 93-102.
5. Тарасов Е.Б. Биржевые фонды (ETF): аномалия на российском рынке // Фондовый рынок: современное состояние и возможности для частного инвестора. XIII межвузовская научная конференция, Москва, 2017, сборник статей, С. 317 – 331.

**Структура работы.** Диссертационная работа изложена на 167 страницах печатного текста, включает 20 таблиц, 20 рисунков, и состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемой литературы и 6 приложений.