

Э. В. Иноземцев, Е. Б. Тарасов

Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора?*

В работе исследуется степень активности российских паевых фондов. Согласно полученным результатам, индексные фонды в среднем на 12% отклоняются от своего базового индекса, в то время как активные — на 56%. Показано, что более активные фонды дороже обходятся пайщикам, но при этом меньше их чистая доходность, скорректированная на риск. Отклонение индексных фондов от базового индекса приводит к еще большей потере доходности, чем в случае активных фондов. Полученные результаты свидетельствуют о том, что активное управление капиталом в России связано с трудностями с точки зрения как высокой стоимости услуг, так и низкой доходности. Незрелость рынка и низкая конкуренция создают предпосылки для подобной ситуации. В качестве решения мы предлагаем развивать рынок пассивного управления капиталом путем мониторинга цен на их продукты и с помощью мер, направленных на информирование массовых инвесторов о сути пассивного управления.

Ключевые слова: паевые инвестиционные фонды, индексные фонды, ETF, комиссия фондов, доходность, активное управление инвестициями.

JEL: G23, G30, G34.

Темой жарких споров в индустрии паевых фондов по-прежнему остается вопрос выбора между пассивным и активным управлением капиталом. Сторонники *активного* управления (Berk, Green, 2004; Berk, Binsberger, 2012) придерживаются мнения, что среди портфельных менеджеров активных фондов действительно достаточно много талантливых специалистов, однако более высокий уровень комиссионных платежей часто не позволяет инвесторам ощутить эту добавленную стоимость на себе.

Иноземцев Эдуард Васильевич, научный сотрудник лаборатории эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (Москва); *Тарасов Евгений Борисович* (tarassov.evgeni@gmail.com), руководитель ООО «Исследовательский институт управления крупным личным капиталом», аспирант Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». (Москва).

* Авторы благодарят А. Симонова (РАНХиГС) за плодотворное обсуждение и ценные замечания, а также А. Горяева (РЭШ), О. Шибанова (РЭШ) и А. Суворова (ВШЭ) за ценные комментарии.

Приверженцы *пассивного* управления (Fama, French, 2010) подчеркивают, что лишь менее 2% активных фондов позволяют «обыграть» биржевые индексы и заработать больше (после вычета комиссионных платежей).

Величина комиссионных платежей — одна из ключевых характеристик паевого инвестиционного фонда (ПИФа). Помимо того что эти платежи напрямую влияют на конечную доходность пайщика, величина комиссий также позволяет выявить талантливых менеджеров и предсказать будущую доходность (Berk, Vinsbergen, 2012).

Анализ рынков 18 развитых стран показал, что размер комиссий существенно варьирует как между странами, так и между фондами одной страны (Khorana et al., 2009). Следующие группы фондов и управляющих компаний (УК) характеризуются меньшими комиссионными издержками: большие по СЧА (стоимость чистых активов) фонды и УК, индексные фонды и фонды фондов, а также институциональные фонды. В число факторов снижения расходов пайщиков входят более высокий уровень финансовой состоятельности и образованности населения, высокая степень юридической защиты инвесторов, а также низкий уровень концентрации в банковском секторе или вообще запрет банкам участвовать в индустрии управляющих компаний.

Эти результаты во многом подтвердились в исследовании зависимости величины комиссий активных фондов акций от уровня их пассивности (Cremers et al., 2016) на данных по 32 европейским странам. Для определения уровня активности используется концепция «активной части» — АЧ (active share — AS)¹. АЧ показывает, насколько портфель фонда отклоняется от своего бенчмарка (индекса), и вычисляется по формуле:

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

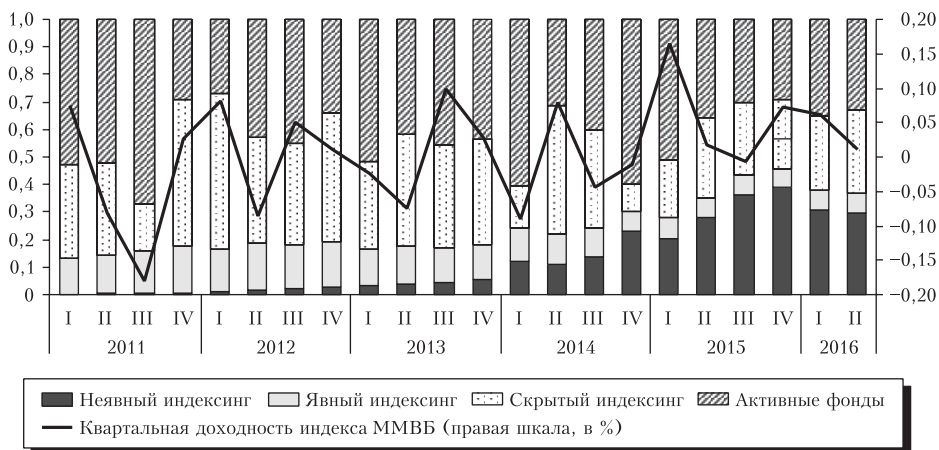
где $w_{fund,i}$ и $w_{index,i}$ — веса актива i в портфеле и в индексе фонда. Так, фонд, полностью реплицирующий свой базовый индекс, имеет значение АЧ, равное нулю. АЧ фонда, не имеющего общих бумаг с базовым индексом, равна 100%. Существует значимая корреляция АЧ фондов и величины их комиссий (Cremers et al., 2016). Более того, в странах, где конкурентное давление индексных фондов меньше, величина комиссий активных фондов выше. Величина активности фонда положительно коррелирует со скорректированной на риск доходностью фонда как до, так и после вычета комиссионных (Cremers, Petajisto, 2009; Cremers et al., 2016).

В России не развит внутренний рынок пассивного управления. На конец июня 2017 г. в России имелось 18 открытых индексных паевых фондов акций с СЧА меньше 2% от общего объема в открытых паевых фондах. Однако в последние годы начали активно развиваться пассивные фонды фондов, инвестирующие в зарубежные индексные фонды, торгуемые на бирже (ETF) (рис. 1).

Величина комиссий в России превосходит таковые в развитых странах (Abramov, Akshentseva, 2015). В 2013 г. общий уровень рас-

¹ См. подробнее: Cremers, Petajisto, 2009.

Явный, неявный, скрытый индексинг и активные фонды акций в России (доля рынка по СЧА)



Источник: здесь и далее в рисунках — расчеты авторов.

Рис. 1

ходов на управление в открытых и интервальных фондах составлял 3,9%, а средний размер вознаграждения УК — 2,6%².

Используя данные о составе портфелей, в данной статье мы измеряем степень активности репрезентативной выборки российских фондов, инвестирующих преимущественно в акции российских эмитентов. Это позволяет выявить, насколько российские фонды активны относительно своих базовых индексов. Отдельно рассматриваются активные и индексные фонды.

Согласно полученным результатам, активные фонды в России в среднем на 56% отклоняются от своего индекса и характеризуются малой вариабельностью активной части во времени. Индексные фонды сильно отклоняются от базового индекса, в среднем на 12%.

В рамках регрессионного анализа мы показываем, что более высокое отклонение активного фонда от базового индекса ассоциируется с бóльшим размером полных расходов пайщиков (ПРП)³. У более активных фондов меньше чистая доходность, скорректированная на риск. Отклонение индексных фондов от базового индекса приводит к еще большей потере доходности, чем у активных фондов.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии у активного управления капиталом проблем в виде низкой доходности и высоких комиссий. Неразвитость рынка и низкая конкуренция создают предпосылки для подобной ситуации. Наряду с низкой финансовой грамотностью это может быть причиной непопулярности паевых фондов в России. В качестве решения мы предлагаем развивать рынок

² На величину вознаграждения УК положительно влияют размер фонда и баланс продаж, отрицательно — текущая и историческая избыточная доходность, величина прочих расходов пайщика (спецрегистратор, спецдепозитарий и др.) и оборот портфеля (Abramov, Akshentseva, 2015).

³ Комиссии, надбавки и скидки, чистая и скорректированная на риск доходность фондов и их взаимосвязь со степенью активности фонда.

пассивного управления капиталом как путем мониторинга цен на их продукты, так и с помощью мер, направленных на лучшее понимание массовым инвестором сути пассивного управления.

Данные

Используемые данные описывают интересующий нас сектор экономики на конец июня 2016 г. Они были собраны с ресурсов nlu.ru и investfunds.ru. В выборку вошли только фонды размером не менее 10 млн руб., инвестирующие не менее 50% СЧА в акции российских эмитентов. Выборка включает как активные (АФ), так и индексные фонды (ИФ). Ограничения обоснованы методологией расчета АЧ, которая требует привязки каждого фонда к конкретному существующему индексу в зависимости от его инвестиционной специализации. Основной причиной использования кросс-секционных данных является отсутствие исторических данных о размере комиссий. Однако, согласно существующим исследованиям (Abramov, Akshentseva, 2015), их уровень слабо варьирует от года к году. Конечная выборка включает 48 АФ и 14 ИФ⁴. Привязка фондов к индексам ММВБ показана в таблице 1.

Т а б л и ц а 1

Распределение фондов по индексам ММВБ

Базовый индекс	Активные		Индексные	
	количество фондов	доля выборки, %	количество фондов	доля выборки, %
ММВБ	12	86	36	75
Металл и добыча	0	0	2	4
Нефть и газ	0	0	5	10
Электроэнергетика	2	14	5	10
Всего	14	100	48	100

Источник: здесь и далее в таблицах — расчеты авторов по материалам nlu.ru и investfunds.ru

В таблице 2 приведена подробная описательная статистика выборки. Полные расходы пайщиков (ПРП) рассчитываются по формуле:

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

где: ПРП — полные расходы пайщика при среднем сроке инвестирования 5 лет; ЕРП — ежегодные расходы пайщика (total expense ratio); *Loads* — одноразовые надбавки и скидки (Khorana et al., 2009). Долгосрочное среднее активной части вычисляется как среднее за всю историю фонда (Cremers, Petajisto, 2009). Статистика приведена отдельно для АФ и ИФ. Коэффициент Шарпа оценивается на годовом окне на дневных данных избыточной доходности фонда с использо-

⁴ Используемая выборка составляет 49% общего количества российских фондов акций и индексных фондов и 61% — суммарной СЧА.

Описательная статистика

Переменная	Среднее	Медиана	Ст. откл.	5%	25%	75%	95%	N
ПРП, % в год	5,13	5,10	1,87	2,90	4,10	5,70	7,90	62
АЧ, II кв. 2016	46,01	51,74	27,48	3,81	19,90	63,80	90,00	62
АЧ, долгосрочное среднее, все фонды	45,91	49,50	24,42	4,55	27,63	61,24	87,47	62
АЧ, долгосрочное среднее, активные фонды	55,79	57,21	17,42	27,63	42,44	64,91	89,64	48
АЧ, долгосрочное среднее, индексные фонды	12,02	9,15	10,27	2,84	4,55	15,88	39,82	14
СЧА, II кв. 2016, млн руб.	309,75	81,57	560,71	14,63	32,64	325,06	1615,36	62
Ln(СЧА)	4,63	4,40	1,44	2,68	3,49	5,78	7,39	62
Годовая доходность	0,23	0,20	0,12	0,05	0,17	0,29	0,45	61
Приток активов за год	-0,03	-0,10	0,40	-0,38	-0,20	0,03	0,52	61
Фиктивная переменная, индексный фонд	0,23	0,00	0,42	0,00	0,00	0,00	1,00	62
Коэффициент Шарпа, годовое окно	0,05	0,04	0,04	-0,01	0,03	0,08	0,14	59
Рыночный риск за год	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	59
САРМ бета, годовое окно	0,60	0,61	0,17	0,35	0,43	0,78	0,82	59
САРМ альфа, годовое окно	0,11	0,08	0,10	-0,05	0,06	0,17	0,33	59

ванием беспуопной ставки ГКО-ОФЗ со сроком погашения 1 год⁵. Величина рыночного риска вычисляется как стандартное отклонение дневной доходности фонда на годовом окне. САРМ бета и альфа также были рассчитаны на годовом окне на дневных данных, с использованием ставки ГКО-ОФЗ и дневной доходности индекса ММВБ МСFTR с учетом дивидендных выплат.

Как видно из таблицы 2, величина ПРП достаточно высока и составляет в среднем 5,13% в год. Для сравнения: в США среднее значение ПРП равно 1,53% в год (Khorana et al., 2009).

Активность фондов и их классификация

Различают две пассивные (или индексные) стратегии фондов акций: «явное» следование индексу (explicit indexing), зафиксированное в документах и названии, и «скрытое» следование индексу (closet indexing), когда активно управляемый фонд в большой степени следует индексу (АЧ < 60%) (Cremers, Petajisto, 2009). Мы дополняем эту классификацию новым понятием — «неявное» следование индексу

⁵ Данные ЦБ РФ: <http://www.cbr.ru/gcurve/GDB.asp>

(implicit indexing): фонд фондов, не называя себя индексным, открыто инвестирует все средства в один заранее определенный ETF. В свою очередь, практически все ETF пассивно следуют за одним из индексов (Tarassov, 2016).

На рисунке 1 представлены относительные размеры каждой группы фондов: явный, неявный и скрытый индексинг, а также активные фонды акций. В категорию явного индексинга попадают все индексные фонды акций, в большинстве случаев реплицирующие индексы ММВБ и РТС. Категория неявного индексинга включает все фонды фондов акций, инвестирующие в один заранее определенный зарубежный ETF. Скрытый индексинг состоит из активных фондов акций, инвестирующих более 50% средств в акции российских эмитентов, но имеющих активную часть менее 60% (Cremers, Petajisto, 2009). Наконец, в группу активных фондов попали остальные фонды акций⁶.

В последние годы произошла, можно сказать, российская ETF аномалия (см. рис. 1): в 2014–2015 гг. паевые фонды, инвестирующие в один заранее определенный ETF, привлекли больше средств, чем какая-либо другая группа фондов (Tarassov, 2017a), хотя согласно опросам инвесторы не готовы оплачивать работу инвестиционных фондов, которые не занимаются постоянным поиском наиболее перспективных акций и лучшего момента для их покупки (Tarassov, 2017b). Можно обратить внимание, что по мере развития неявного индексинга доля явного неуклонно падала. Это свидетельствует о том, что интерес инвесторов к зарубежным инвестициям выше, чем к акциям российских эмитентов.

До появления неявного индексинга СЧА явных ИФ акций составляла около 10% СЧА всех российских фондов акций. Во многих странах (например, во всех Скандинавских странах, а также в Канаде, Великобритании, Австрии, Испании и Италии) явные ИФ занимают 10% рынка и менее (Cremers et al., 2016). В США, Франции, Ирландии, Бельгии такие фонды занимают более 20% рынка фондов акций. Рынок Германии находится в середине между этими двумя группами стран, а Швейцария занимает исключительное место: СЧА явных ИФ составляет почти 60% рынка фондов акций. Доля рынка фондов скрытого индексинга ($АЧ < 60\%$) не коррелирует с долями ИФ в этих странах. Например, доля СЧА скрытых индексных фондов от СЧА всех фондов акций составляет около 15% в США и 50% в Швеции. В основном доля таких фондов колеблется от 20 до 30%.

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

Динамика активной части среднего ИФ имеет интересную особенность (рис. 3): в среднем ИФ в России отклоняется от своего базового

⁶ Сюда вошли все фонды акций, а не только составляющие нашу основную выборку.

**«Активная часть» российских активных фондов акций:
средневзвешенная по СЧА (AS_vw)
и среднеарифметическая (AS_ew) (в %)**

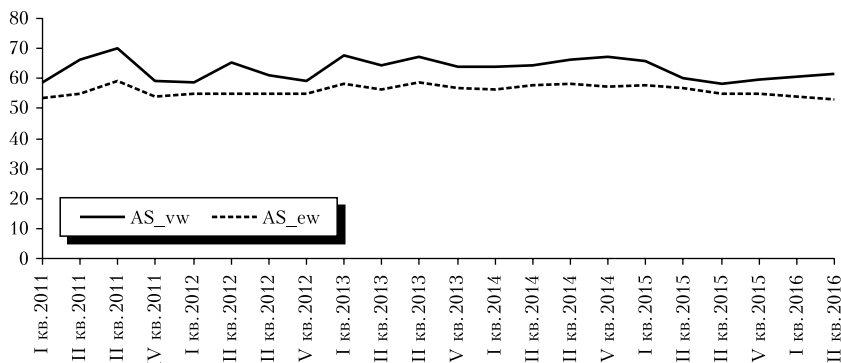


Рис. 2

**«Активная часть» российских индексных фондов
(явный индексинг): средневзвешенная по СЧА (AS_vw)
и среднеарифметическая (AS_ew) (в %)**

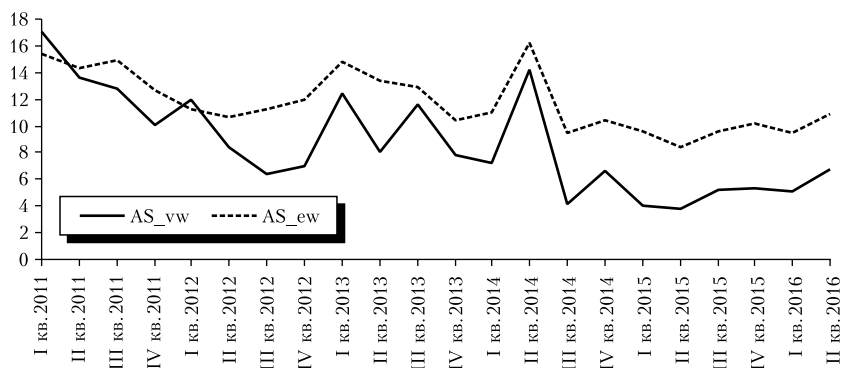


Рис. 3

вого индекса на 12%. Для сравнения: в США АЧ индексных фондов, следующих за S&P 500, в среднем равна 4% (Cremers et al., 2016).

Столь высокое отклонение российских ИФ можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, согласно данным о структуре портфеля, на балансе ИФ содержатся денежные средства, вес которых может достигать до 7% от СЧА и более. Данные средства предоставляют фонду необходимую ликвидность как при обратном выкупе паев, так и при совершении сделок на рынке. Существенную часть (11% и более) структуры портфеля может составлять дебиторская задолженность профессиональных участников рынка ценных бумаг. Во-вторых, далеко не все акции, входящие в состав индекса МосБиржи, ликвидны, что приводит к трудностям своевременной ребалансировки портфеля.

Несмотря на все трудности реплицирования базового индекса, корреляция дневной доходности российских индексных фондов с до-

Т а б л и ц а 3

**Описательная статистика
дневной избыточной доходности индексных фондов (в %)**

Переменная	Средн.	Медиана	Ст. откл., год.	5%	25%	75%	95%	N
Избыточная доходность	0,0027	-0,0036	0,91	-1,35	-0,46	0,44	1,42	18887

ходностью базового индекса составляет 0,76. В таблице 3 приведена описательная статистика для избыточной доходности индексных фондов. Избыточная доходность рассчитывается как разность показателей дневной доходности фонда и его базового индекса: MCFTR для фондов, следующих ММВБ, и MICEXPWR для фондов электроэнергетики⁷. Средняя избыточная доходность статистически незначима, но разные перцентили распределения наряду с приведенным выше коэффициентом корреляции свидетельствуют о том, что ИФ существенно отклоняются от базового индекса. Анализ дневной доходности позволяет понять «поведение» фонда между отчетными периодами. Все платежи по инструментам портфеля автоматически реинвестируются в паи фонда, таким образом, доходность паевого фонда в России можно вычислить по динамике стоимости пая, как мы и делаем. Однако важно отметить, что получаемый таким образом ряд показателей доходности очищен от издержек УК (кроме надбавок и скидок).

Доходность, стоимость услуг и их взаимосвязь с активностью фонда

Активность и стоимость услуг

В данном разделе мы исследуем взаимосвязь активности фонда и его конечной стоимости для пайщика. Ниже приведен сравнительный анализ ПРП и АЧ индексных и активных фондов (табл. 4). Для сравнения средних значений был использован *t*-test, для медиан — точный тест Фишера. АФ характеризуются более высоким уровнем комиссии по сравнению с индексными — в среднем 5,58 и 3,6% соответственно. Как и следовало ожидать, АФ более активны по сравнению с ИФ (56 и 12% соответственно).

Т а б л и ц а 4

Комиссии и АЧ активных и индексных фондов

	ПРП, % в год		АЧ		N
	среднее	медиана	среднее	медиана	
Активные	5,58	5,20	55,79	57,21	48
Пассивные	3,60	3,35	12,02	9,15	14
<i>p</i> -value	0,00	0,04	0,00	0,00	

⁷ Индекс MCFTR учитывает дивидендные выплаты, MICEXPWR — нет.

Чрезмерная дороговизна российских индексных фондов — настоящий вопрос для развития пассивного управления в России. Для сравнения: в США, где пассивное управление активно популяризируется, средняя годовая комиссия индексных фондов составляет 0,6% в год, а средневзвешенная — 0,11%. Интересно, что представители российской индустрии паевых фондов сами признают чрезмерную дороговизну российских ИФ.

В таблице 5 представлены результаты регрессионного анализа, в рамках которого мы выделяем активные и индексные фонды. Оценивается регрессия:

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

где: i — индекс фонда; X_i — набор независимых переменных, в том числе исторически средняя АЧ, фиктивная переменная индексного фонда, их взаимодействие, $\ln(\text{СЧА})$, годовая доходность, рыночный риск, САРМ альфа, коэффициент Шарпа и годовой приток активов. Все используемые данные взяты на конец второго квартала 2016 г. Зависимая переменная — ПРП. В каждую из представленных выше спецификаций мы добавили фиктивную переменную индексного фонда, а также ее взаимодействие с переменной АЧ. Используются робастные стандартные ошибки.

Т а б л и ц а 5

**Линейный регрессионный анализ размера комиссионных платежей:
выявление различий между индексными и активными фондами**

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ПРП	ПРП	ПРП	ПРП	ПРП
АЧ, долгосрочное среднее	0,011 (1,23)	0,033*** (3,010)	0,019 (1,420)	0,029** (2,450)	0,031** (2,460)
АЧ × Индекс	-0,038 (-1,170)	-0,047* (-1,860)	-0,044* (-1,770)	-0,049* (-2,000)	-0,054** (-2,210)
Индексный фонд, фиктивная переменная	-1,069 (-1,450)	-0,241 (-0,350)	-0,436 (-0,620)	-0,334 (-0,480)	-0,232 (-0,330)
$\ln(\text{СЧА})$		-0,476*** (-3,310)	-0,387*** (-3,180)	-0,463*** (-3,080)	-0,485*** (-3,060)
Доходность, год.		-3,339** (-2,080)	-1,574 (-1,020)		
Рыночный риск, год.			-278,200 (-1,040)		
САРМ альфа, год.				-2,688 (-1,38)	
Коэффициент Шарпа					-7,632 (-1,440)
Приток активов		0,016 (0,020)	-0,326 (-0,550)	-0,139 (-0,220)	-0,079 (-0,120)
Constant	4,992*** (10,010)	6,778*** (7,850)	9,237*** (3,000)	6,333*** (8,140)	6,527*** (7,940)
Observations	62	60	58	58	58
R^2	0,21	0,35	0,34	0,33	0,33
<i>Тест</i>					
АЧ + АЧ × Индекс	-0,027	-0,014	-0,025	-0,021	-0,023
p -value (= 0)	0,39	0,60	0,33	0,42	0,35

Примечание. В скобках — робастные t -статистики; *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Как видно из полученных результатов, величина активности положительно коррелирует с размером ПРП для активных фондов. Увеличение размера активной части на одно стандартное отклонение (24,42) приводит к увеличению комиссии на 43% ($= 24,42 \times 0,033/1,87$) стандартного отклонения (спецификация 2). Результаты не выявили значимой корреляции между АЧ и ПРП для индексных фондов, однако тренд между АЧ и ПРП статистически значимо отличается для активных и индексных фондов. Эти результаты свидетельствуют о том, что в активных фондах усилия и старания портфельных менеджеров вознаграждаются рынком в виде более высоких комиссий. Однако данное утверждение верно только для активных фондов. В случае пассивных фондов, какова бы ни была причина их отклонения от базового индекса, величина этого отклонения не коррелирует с комиссионными издержками. Отметим также отрицательную корреляцию размера фонда и его комиссии, что полностью согласуется с существующей иностранной литературой (Khorana et al., 2009), однако противоречит литературе по России (Abramov, Akshentseva, 2015). Отрицательную связь между размером фонда и его издержками можно интерпретировать как наличие в российском секторе экономики от масштаба.

Активность и доходность

На конкурентном рынке более высокий профессионализм управляющих должен приводить к более высокой стоимости их услуг (Berk, Green, 2004; Berk, Vinsbergen, 2012). В предыдущем разделе мы показали, что усилия менеджеров повышают стоимость услуг для конечного потребителя. В данном разделе мы исследуем связь между усилиями менеджеров и их конечным результатом — доходностью.

В качестве меры доходности мы используем однофакторную CAPM альфу, рассчитанную для каждого фонда на дневных данных на годовом движущемся окне. В качестве рыночного индекса используется индекс MCFTR, учитывающий дивидендную доходность акций. В качестве безрисковой ставки вновь используется бескупонная ставка ГКО-ОФЗ со сроком погашения 1 год. Рассчитанные на основе регрессионного анализа альфы приводятся к годовому выражению. Помимо этого, мы строим панельную базу данных за период с 2011 до середины 2016 г. по рассматриваемым фондам. Квартальная база данных включает однофакторную альфу, АЧ, СЧА, ПРП и годовой приток чистых активов. Поскольку мы не располагаем квартальными данными по ПРП, то воспользовались данными по комиссиям за второй квартал 2016 г. и растянули его на всю историю фонда. Все переменные очищены от очевидных выбросов. Описательная статистика приведена в таблице 6.

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

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

где: i — индекс фонда; t — квартал; θ_j — фиксированные эффекты; $X_{i,t}$ — набор независимых переменных, в том числе АЧ, фиктивная

переменная индексного фонда, их взаимодействие, $\ln(\text{СЧА})$, ПРП и годовой приток активов. Интересующими нас независимыми переменными выступают АЧ, фиктивная переменная индексного фонда и их взаимодействие. Результаты оценки приведены в таблице 7. Для каждой спецификации характерен свой набор фиксированных эффектов. Стандартные ошибки робастны во всех спецификациях.

Т а б л и ц а 6

**Описательная статистика переменных,
использованных в анализе доходности**

Переменная	Средн.	Мед.	Ст. откл., год.	5%	25%	75%	95%	N
Альфа, год., все	-0,032	-0,018	0,143	-0,287	-0,095	0,054	0,165	1190
Альфа, год., активн.	-0,034	-0,023	0,152	-0,305	-0,115	0,063	0,183	893
Альфа, год., индекс.	-0,028	-0,004	0,116	-0,266	-0,061	0,040	0,089	297
Индексный фонд, фиктивная переменная	0,250	0	0,433	0	0	0	1	1190
АЧ	44,207	45,980	26,896	2,530	19,130	64,470	89,240	1183
$\ln(\text{СЧА})$	4,609	4,364	1,430	2,667	3,516	5,533	7,489	1190
ПРП, II кв. 2016	5,118	5,100	1,882	2,500	4,100	5,700	7,900	1190
Приток активов, год.	-0,083	-0,123	0,299	-0,439	-0,233	-0,009	0,437	1190

Т а б л и ц а 7

**Линейный регрессионный анализ размера комиссионных платежей:
выявление различий между индексными и активными фондами**

Переменная	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Альфа	Альфа	Альфа	Альфа	Альфа

Таблица А

АЧ	-0,0006** (-2,54)	-0,0006*** (-2,84)	-0,0006*** (-2,83)	-0,0013*** (-3,16)	-0,0012** (-2,66)
АЧ × Индекс	-0,0044*** (-4,23)	-0,0039*** (-3,84)	-0,0041*** (-4,34)	-0,0000 (-0,02)	-0,0004 (-0,36)
Индексный фонд, фиктивная переменная	0,0323* (1,94)	0,0311** (2,09)	0,0351** (2,50)		
$\ln(\text{СЧА})$	0,0009 (0,27)	0,0035 (1,23)	0,0030 (1,14)	0,0198 (1,06)	0,0094 (0,52)
ПРП, II кв. 2016	0,0018 (0,71)	0,0028 (1,29)	0,0026 (1,23)		
Приток активов	-0,0264** (-2,22)	-0,0292*** (-2,61)	-0,0214** (-1,97)	-0,0054 (-0,29)	0,0086 (0,44)
Фикс. эффекты	Нет	Год	Квартал	Год, фонд	Кварт., фонд
Константа	-0,0149 (-0,60)	-0,0714*** (-2,88)	0,0074 (0,32)	-0,1140 (-1,29)	0,0073 (0,08)
Число наблюдений	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
R^2	0,06	0,27	0,37	0,34	0,47
Количество фондов				59	59

Таблица Б

Тест	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
АЧ + АЧ × Индекс	-0,0050	-0,0045	-0,0046	-0,0013	-0,0016
p-value (= 0)	0,00	0,00	0,00	0,15	0,10

Примечание. В скобках робастные t-статистики. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Как видно из результатов, независимо от спецификации коэффициент при переменной АЧ отрицателен и значим. Увеличение АЧ на одно стандартное отклонение приводит к уменьшению доходности на 11% стандартного отклонения альфы при прочих равных (спецификации 1–3). Таким образом, чем активнее менеджеры активных фондов, тем хуже скорректированная на систематический риск доходность фондов. Этот результат свидетельствует о том, что усилия портфельных менеджеров, характеризуемые степенью их активности относительно базового индекса, лишь ухудшают положение пайщиков. Наряду с тем, что большая активность сопровождается большей стоимостью услуг, данный результат выглядит еще более удручающим для инвесторов. Здесь важно отметить, что при выявлении связи между доходностью и степенью активности во всех спецификациях мы контролируем на величину издержек.

Активность индексных фондов негативно сказывается на их доходности (табл. 7Б). Увеличение АЧ среднего индексного фонда на одно стандартное отклонение приводит к падению доходности на 86% стандартного отклонения (спецификация 3).

Обсуждение результатов

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

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

Полученные результаты свидетельствуют о том, что активность российских паевых фондов на внутреннем рынке дорого обходится пайщикам — с точки зрения как комиссионных платежей, так и чистой доходности. Это противоречит данным по США, где активность фондов ассоциируется с более высокой чистой доходностью и низкой комиссией (Cremers, Petajisto, 2009). В России старания менеджеров приводят к худшим результатам: более низкие по качеству продукты продаются дороже. Это свидетельствует о неразвитости

рынка и, как следствие, низкой конкуренции. Следует либо развивать международные продукты (что мы, собственно, и наблюдаем), либо сосредоточиться на пассивном инвестировании в российские акции. О слабой конкуренции на рынке ПИФов свидетельствует и тот факт, что существенная доля средств инвесторов находится под управлением дорогих (с точки зрения комиссий) фондов фондов, которые инвестируют только в один заранее определенный биржевой фонд (ETF), то есть в индексный фонд. Инвестирование в подобные фонды обходится пайщикам крайне дорого⁸ (Tarassov, 2017a). К примеру, фонд фондов «Сбербанк Америка», инвестирующей 100% активов в SPDR S&P 500 ETF Trust с комиссией 0,09% годовых, просит 2% годовых в качестве вознаграждения УК и 0,5% — как вознаграждение депозитария и прочее. Следует также учесть надбавки и скидки, размер которых варьирует в зависимости от суммы и срока инвестирования. В среднем инвесторы теряют до 36% доходности на 10-летнем горизонте инвестирования, если инвестируют в зарубежные ETF через российские фонды фондов, а не напрямую (Tarassov, 2017a).

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

Очевидно, что ценовая конкуренция ограничена на рынках, где клиенты слабо понимают, какой сервис им продают. Согласно опросу инвесторов паевых фондов США, менее 17% инвесторов осознают, что более высокие комиссионные платежи ведут к снижению доходности (Alexander et al., 1998). Согласно тому же опросу, менее 20% инвесторов знают величину комиссий, которую они платят. Здесь важно подчеркнуть, что это результаты опроса инвесторов на развитом американском рынке.

В российских реалиях большинство агентов даже с высоким уровнем финансовой грамотности не понимают, что ИФ не предполагают управления в смысле, который употребляется в активных фондах, то есть ИФ не продают сервис управления с целью достичь максимальной доходности (Tarassov, 2017b). Одна из важных причин такого явле-

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

⁹ Подробнее см.: <http://www.consultant.ru>

ния — предрасположенность людей к категоризации: люди смешивают все фонды в одну категорию, основным признаком которой — стремление получить максимальную доходность. Возможно, именно этим и пользуются маркетологи российских фондов, предлагая пассивные продукты практически по цене активных.

Инвестирование в АФ создает для неквалифицированного инвестора еще больше трудностей. Во-первых, возникает проблема выбора инвестиционной стратегии и соответственно фонда. Без финансового образования осознанный выбор инвестором стратегии может быть крайне затруднителен. Во-вторых, даже на развитых рынках активные фонды в среднем проигрывают пассивным (Fama, French, 2010; Berk, Binsberger, 2012). Наконец, в-третьих, активное управление часто сопровождается неэтичным поведением портфельных менеджеров и управляющей компании (Иноземцев, 2017).

В связи с приведенными выше причинами мы считаем, что для привлечения самой массовой категории — неквалифицированных инвесторов¹⁰ — важно развивать *пассивные* фонды. Регулятор может действовать в двух направлениях: проводить анализ и мониторинг стоимости услуг пассивных фондов; принимать меры, направленные на лучшее понимание сути пассивных продуктов массовым инвестором.

Для реализации первого направления можно провести анализ ценообразования явных и неявных индексных фондов. Сюда относятся как ИФ, так и фонды фондов. В рамках второго направления возможны мероприятия по минимизации ассоциативных связей пассивных фондов с активными. Например, не разрешать ИФ называться фондами: слово «фонд» вызывает ассоциацию активного управления, а не пассивного следования индексу. Одним из более приемлемых названий продукта могло бы стать «сервис по инвестированию в индекс». Соответственно платой за этот сервис нельзя называть «вознаграждение управляющему», иначе большинство людей будут продолжать считать, что один управляющий индексного фонда может существенно обыграть другого, что верно для активных фондов. Более того, мы предлагаем предписать составлять материалы об «истории успеха» активного фонда таким образом, чтобы на первом месте была видна не абсолютная доходность, а доходность относительно индекса (подробнее см. в: Tarassov, 2017b). Положительного эффекта можно добиться, если ввести аналогичное американскому правилу: обязательно указывать индекс, который фонд стремится обогнать, то есть за какую именно услугу он берет вознаграждение. (В США с 1998 г. каждый активный фонд обязан указывать индекс, который он стремится обогнать.) Даже если некоторые фонды пытаются манипулировать, указывая другие индексы, чтобы увеличить потенциал своей избыточной доходности, демонстрация того, что активный фонд призван обгонять один из индексов, увеличит количество инвесторов, которые сравнивают доходность отдельных

¹⁰ Подробнее см.: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2017/07/13/722228-passivnoi-strategii>

фондов с доходностью соответствующего индексного фонда, а не с доходностью депозита (Tarassov, 2017b).

Активное управление в России сталкивается с проблемами. Низкая доходность и высокие комиссионные платежи делают активные фонды непривлекательным объектом для инвестирования. На фоне проблем активного управления в последние годы активно развивается пассивное управление. Во многом это происходит за счет фондов фондов, объектом инвестиций которых выступают заранее определенные зарубежные ETF. Как индексные фонды российских акций, так и фонды фондов берут очень высокие комиссии за свои услуги. Низкая финансовая грамотность, отсутствие культуры инвестирования наряду со слабой конкуренцией и ограниченным эффектом масштаба (слаборазвитым рынком ПИФов) создают предпосылки для завышения цен на пассивные продукты.

Развитие дешевого пассивного управления поможет привлечь массового неквалифицированного инвестора, а также оказать ценовое и конкурентное давление на активные фонды. Учитывая, что в настоящее время большинство владельцев депозитов не привыкли к установившемуся сравнительно недавно низкому уровню ставок, у индустрии фондов есть исторический шанс попытаться привлечь часть этих денег.

Список литературы /References

- Иноземцев Э. В. (2017). Закулисные игры управляющих компаний // Экономический журнал Высшей школы экономики. Т. 21, № 2. С. 283–318. [Inozemtsev E. V. (2017). Backstage games of management companies. *HSE Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 283–311. (In Russian).]
- Abramov A., Akshentseva K. (2015). Determinants of mutual funds performance in Russia. *Journal of Corporate Finance Research*, Vol. 34, No. 2, pp. 37–53.
- Alexander G. J., Jones J. D., Nigro P. J. (1998). Mutual fund shareholders: Characteristics, investor knowledge, and sources of information. *Financial Services Review*, Vol. 7, No. 4, pp. 301–316.
- Berk J. B., Green R. C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 6, pp. 1269–1295.
- Berk J. B., van Binsberger J. H. (2012). Measuring managerial skill in the mutual fund industry. *NBER Working Paper*, No. 18184.
- Fama E. F., French K. R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, pp. 1915–1947.
- Cremers M., Petajisto A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 9, pp. 3329–3365.
- Cremers M., Ferreira M., Matos P., Starks L. (2016). Indexing and active fund management: International evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 120, No. 3, pp. 539–560.
- Khorana A., Servaes H., Tufano P. (2009). Mutual fund fees around the world. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 3, pp. 1279–1310.
- Tarassov E. B. (2016). ETF: history, working mechanism, academic literature review and research perspectives. *Journal of Corporate Finance Research*, Vol. 38, No. 2, pp. 89–108.
- Tarassov E. B. (2017a). The Russian ETF puzzle. *Algorithmic Finance*, Vol. 6, No. 3–4, pp. 93–102.
- Tarassov E. B. (2017b). The index funds rationality paradox and categorical thinking. *HSE Economic Journal*, Vol. 21, No. 3, pp. 412–433.

Actively managed Russian mutual funds: Good or bad for investors?

Eduard V. Inozemtsev¹, Evgeni B. Tarassov^{2,}*

Authors affiliations: ¹Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia);

²Wealth Management Institute (Moscow, Russia).

* Corresponding author, email: tarassov.evgeni@gmail.com

The paper considers the degree of activity of Russian mutual funds. According to the results obtained, index funds on average deviate by 12% from their base index, while active funds deviate by 56%. It is shown that more active funds are more costly for the shareholders, but at the same time demonstrate a lower net profit adjusted for risk. The deviation of index funds from the base index leads to an even greater loss of profitability than in the case of active funds. The results show that active management of capital in Russia is experiencing difficulties both in terms of high fees and low profitability. Market underdevelopment and low competition create all the prerequisites for the existence of such a situation. As a solution, we propose to develop the market of passive capital management both by monitoring the prices of their products, and through measures aimed at increasing the understanding of the essence of passive management by the mass investor.

Keywords: mutual funds, index funds, ETF, fee, performance, active share.

JEL: G23, G30, G34.