

ВЛИЯНИЕ ИЗДЕРЖЕК НА РЕЗУЛЬТАТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ФОНДЫ АКЦИЙ АКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

А.О. Валухов

ПАО «УК «Арсатгера», Санкт-Петербург, Россия

e-mail: valukhov@gmail.com

Аннотация. В экономических системах развитых стран доля сбережений домохозяйств, приходящаяся на фонды, инвестирующие в акции и облигации, обладает значимым весом; стоимость чистых активов инвестиционных фондов акций и вовлечение домохозяйств в инвестиции на рынке акций также растет. Кроме того, в этих странах существует тенденция на снижение вознаграждений доверительных управляющих и общее сокращение расходов при осуществлении финансового посредничества. В России паевые инвестиционные фонды по-прежнему играют подчиненную роль, по сравнению с консервативным инструментом сбережения – банковскими депозитами, а вовлечение домохозяйств в инвестиции на рынке акций находится на низком уровне.

В связи с этим автор поставил перед собой **цель** – исследовать влияние на доходность инвестиционных фондов, а значит и на их привлекательность для домохозяйств в качестве инструмента сбережения, таких эндогенных факторов в системе «доверительный управляющий – клиент», как величина вознаграждений управляющих и общие расходы инвестиционных фондов. Ведущими **методами** исследования данной проблемы являются ретроспективный анализ доходности неотраслевых фондов акций в России, а также регрессионный анализ их доходностей в зависимости от уровня расходов.

Результаты исследования продемонстрировали, что общие расходы фондов играют важную, но не определяющую роль для конечной доходности. Было выявлено, что средний уровень вознаграждений доверительных управляющих высок настолько, что средняя доходность инвесторов находится на уровне консервативных ориентиров и ниже доходности индекса акций широкого рынка, что составляет **практическую значимость исследования**. На этом основании выдвигается **рекомендация** доверительным управляющим существенно снизить расходы, что позволило бы инвестиционным фондам стать полноценным инструментом сбережения. В свою очередь, государственные регулирующие органы могли бы также принять во внимание результаты исследования и выступить с предложениями законодательного ограничения величины вознаграждений доверительных управляющих. Данная работа стала одним из немногих трудов как иностранных, так и отечественных исследователей, посвященных проблеме влияния совокупных расходов инвестиционных фондов на итоговую доходность инвестора, что представляет его **научную новизну**. Учитывая тот факт, что данная статья констатирует факт необходимости снижения общих расходов фондов на некоторую величину, не поднимая вопрос об определении «честной» цены услуг доверительных управляющих, в качестве **направления дальнейших исследований** можно назвать область конкретного определения справедливого уровня вознаграждений.

Ключевые слова: фондовый рынок, финансовые инструменты, паевые инвестиционные фонды, транзакционные издержки, сбережения, доверительное управление, комиссионное вознаграждение.

Для цитирования: Валухов А. О. Влияние издержек на результат инвестирования в фонды акций активного управления // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2019. – №6. – С. 32-40. DOI: 10.25198/2077-7175-2019-6-32.

IMPACT OF EXPENSES ON TOTAL RETURN OF ACTIVELY MANAGED EQUITY FUNDS

A.O. Valukhov

Public Joint-Stock Company «Arsagera Asset Management», Saint-Petersburg,

Russia e-mail: valukhov@gmail.com

Abstract. Investment funds play a leading role as a main instrument savings in economical systems of the developed countries. This appears in the fact that share of investment funds exposing to stocks and bonds is considerable in household savings; net asset value of these funds and household involvement in investing in stock market grows. There is also a trend on decreasing commissions of investment fund managers and general costs

of financial intermediation in economical systems of the developed countries. In the Russian Federation mutual funds plays a minor role in comparison with conservative savings instrument – bank deposit, and involvement of households in stock market is at low level.

In connection with it the author stated the goal of this research – to investigate how the influence of such endogenous factor in the system «investment manager – client» as level of investment managers' commissions and general costs can affect the overall return of the investment funds and their appeal as savings instrument. Among general methods of the research are retrospective analysis of the Russian non-industry investment funds returns and regression analysis of these returns on the level of general intermediation costs.

The research results demonstrated that investment funds' overall costs influence on returns is significant but not essential. The research showcased that average investment funds' return is lower than conservative levels of performance. This fact represents practical importance of the research. The research contains recommendation for investment fund managers to decrease overall costs in order to make investment funds reasonable instrument of savings. This work became one of rare researches among foreign and Russian scientists devoted to the problem, thus has scientific novelty. The direction of future researches is the area of fair commission determination.

Keywords: stock market, financial instruments, investment funds, transaction costs, savings, trust management, commission remuneration.

Cite as: Valukhov, A.O. (2019) [Impact of expenses on total return of actively managed equity funds]. *Intellekt. Innovatsi. Investitsii* [Intellect. Innovation. Investments]. Vol. 6. – pp. 32-40. DOI: 10.25198/2077-7175-2019-6-32.

Введение

Паевые инвестиционные фонды, согласно идее своего создания, должны играть в экономике роль важного инструмента сбережения [7, 10]. В каждой стране мира организационно-правовые формы таких фондов различаются, но суть похожа: паевой инвестиционный фонд (здесь и далее ПИФ) представляет собой имущественный комплекс, основанный на доверительном управлении имуществом фонда специализированной управляющей компанией с целью увеличения его стоимости [5, 9]. Эти фонды должны предоставлять возможность различным типам инвесторов осуществлять вложения в портфели традиционных финансовых инструментов – акций и облигаций. В первую очередь такая возможность должна быть у физических лиц, и в развитых странах аналоги российских ПИФов успешно справляются с ролью основного инструмента накопления пенсионного капитала [1, 12].

Согласно данным ежегодного исследования американской организации Investment Company institute за 2018 год, 21% финансовых активов американских домохозяйств были представлены вложениями в инвестиционные фонды и только 13% – банковскими депозитами. Кроме того, держателями около 89% стоимости чистых активов (СЧА) американских взаимных фондов (аналоге российских открытых ПИФов) являлись домохозяйства. В результате акциями взаимных фондов владели 99,5 млн жителей США, 93% из которых среди нескольких целей сбережения выделяли «формирование пенсионного капитала» [13]. Чистые активы инвестиционных фондов в США, доступных для инвестирования физическим лицам, с 2009 по 2018 гг. выросли с 12,1 до 21,4 трлн долл. (+76%), из них 41% составили фонды акций [16].

Статистические данные в России демонстрируют противоречивую картину. С одной стороны,

СЧА открытых и интервальных ПИФов за этот же период выросла на 226% – до 310 млрд рублей. С другой стороны, если в 2009 г. на долю вложений в акции приходилось около 80% СЧА фондов, то в 2018 г. – только 16%¹. Инвестиции в российские акции через ПИФы в абсолютном выражении с 2009 по 2018 год снизились с 75 млрд рублей до 49 млрд рублей [4]. При этом, доля финансовых активов домохозяйств, приходящихся на ПИФы, в 2018 году составляла только 0,5%, а 60% приходилось на депозиты [13, с. 28].

С исследовательской точки зрения автора заинтересовала тенденция сокращения вложений российских ПИФов в акции, поскольку такой финансовый инструмент, по своей сути являясь производным активом, должен занимать важное место в инвестиционных портфелях физических лиц [8]. Для поиска причин снижения интереса к акциям, а также объяснения низкой доли акций в финансовых активах домохозяйств, было решено обратиться к анализу результатов российских ПИФов акций за период с 2009 по 2018 год. Данный временной промежуток выбран с тем, чтобы результаты фондов были свободны от влияния существенных макроэкономических событий.

Объектом исследования выступает доходность инвестора в ПИФ, а предметом – влияние совокупных расходов фонда (вознаграждение управляющей компании, аудитора и специализированного депозитария фонда, а также прочие инфраструктурные расходы) на эту доходность. Следует отметить, что в контексте данного исследования понятия «издержки», «вознаграждение доверительных управляющих» и «совокупные расходы фонда»

¹ Центральный банк Российской Федерации. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. [Электронный ресурс]. – 2019. – Режим доступа: http://cbr.ru/Content/Document/File/71759/review_paif_18Q4.pdf. – (дата обращения: 30.04.2019)

следует считать синонимами. Считаем актуальным сосредоточить интерес именно на проблеме адекватного уровня общих издержек фондов и вознаграждения управляющих, поскольку этот фактор является эндогенным для системы «доверительный управляющий – клиент». Другими словами, важно рассмотреть, как именно действия управляющих и их ценовая политика могут влиять на результаты инвесторов. При этом в работе не ставилась цель анализа экзогенных факторов, влияющих на интерес инвесторов к ПИФам и результаты управления – таких как инвестиционный климат, динамика реальных доходов населения, изменение склонности инвесторов к риску.

Важность роли совокупных расходов фонда при оценке чистого результата инвестора объясняется тем, что вознаграждение доверительного управляющего ПИФом, аудитора и специализированного депозитария является в определенной степени фиксированной величиной, закрепленной Правилами фонда, в то время как результат от инвестирования средств ПИФа – величина неопределенная. Другими словами, доверительный управляющий, аудитор фонда и специализированный депозитарий получают свою выручку ежемесячно, в то время как результат инвестора может быть даже отрицательным. При этом, цель доверительного управляющего заключается в максимизации доходов от ПИФа, зависящих от двух факторов – ставки вознаграждения и величины чистых активов. Так, максимизировать доходы можно как повышением ставки вознаграждения, так и увеличением средств в управлении.

В свою очередь, увеличить средства в управлении также можно двумя способами – путем их инвестирования с положительной доходностью (органический способ), либо привлечением новых средств со стороны (неорганический способ). Рост доходов органическим способом является самым сложным и трудно прогнозируемым для доверительного управляющего, которому гораздо проще для роста собственных доходов поднять ставку вознаграждения или привлечь новых клиентов (стратегия, характерная для кэптивных групп).

Таким образом, возникает ситуация конфликта интересов, когда доходность инвестора в ПИФ находится в обратной зависимости от стоимости услуг доверительного управляющего. При этом из вышеописанных наблюдений совсем не следует то, что доверительный управляющий имеет стимулы решать такой конфликт интересов в пользу инвестора.

Анализ мирового опыта изучения проблемы издержек при управлении активами инвестиционного фонда

Автор исследования не встретил глубокого анализа данной проблемы в российской литературе,

в то время как зарубежные теоретики и практики в последнее десятилетие достаточно активно обращались к теме справедливости вознаграждения доверительного управляющего.

Наиболее глубоко тему влияния совокупных расходов инвестора на конечный результат в США исследовал американский экономист Джон Богл, сформулировав концепцию важности издержек: «чистая прибыль инвесторов равна валовой доходности финансовых рынков за вычетом стоимости финансового посредничества» [2]. Богл подчеркивает, что в представлении инвесторов совокупные расходы фонда около 2–3% в год в абсолютном выражении кажутся незначительными, но в реальности оказывают разрушительный эффект на итоговый результат. Он демонстрирует, что инвестор, владеющий в течение тридцатилетнего периода паями фонда со ставкой вознаграждения 2,5% и доходностью до вычета издержек около 13%, в конце этого периода недополучит в абсолютном выражении около половины стоимости своих инвестиций (по сравнению с тем, если бы ставка вознаграждения была равна нулю) [3].

К изучению совокупных расходов фондов обратились также экономисты из Университета Юты Майкл Купер и др. [6]. Результаты исследования показали, что существует достаточное количество фондов, обладающих сходными характеристиками, но имеющих существенно различающиеся коэффициенты расходов. Кроме того, авторы пришли к выводу о том, что отрасль инвестиционных фондов США неконкурентна, так как, несмотря на снижение общего уровня издержек, разброс в совокупных расходах в рассматриваемом периоде не уменьшился. Одним из статистически значимых факторов, влияющих на изменение разности совокупных расходов фондов, авторы назвали степень участия домохозяйств.

Методика исследования и описание использованных данных

Использование зарубежных методологических подходов к анализу российской статистики вложений в ПИФы позволило оценить влияние совокупных расходов фонда на итоговый результат инвестора, а также рассчитать справедливый с экономической точки зрения уровень вознаграждения доверительного управляющего и прочих расходов.

В качестве выборки для анализа было отобрано 20 открытых и интервальных фондов акций, существовавших с 2009 по 2018 год включительно. Условием попадания в выборку должна была быть непричастность фонда к отраслевым. Следует отметить, что некоторая часть российских доверительных управляющих в 2015–2018 гг. сократила долю акций российских компаний ниже 50% в пользу облигаций или иностранных акций.

Соответственно, для того чтобы устранить ситуацию, при которой доходность отечественного ПИФа акций меньше чем на 50% определяется российскими акциями, в выборку не включались ПИФы, в составе которых хотя бы в один год рассматриваемого временного интервала доля акций российских компаний оказывалась ниже 50%. Автор составлял данные выборки, используя официальные документы раскрытия информации по фондам, такие как справки о стоимости чистых

активов инвестиционного фонда и отчеты о вознаграждении управляющей компании и расходах фонда. Также стоит отдельно отметить, что в данном случае анализируется итоговая доходность инвесторов – то есть финансовый результат, который получен от инвестирования денежных средств в финансовые инструменты за вычетом совокупных расходов фонда.

Сводная статистика, характеризующая попавшие в выборку фонды, представлена в таблице 1.

Таблица 1. Описательная статистика выборки российских открытых и интервальных фондов акций за 2009–2018 гг., часть 1

Показатель / Год	Совокупная СЧА, млн руб.	Средняя СЧА, млн руб.	Медианное значение СЧА, млн руб.	Доля выборки в СЧА всех российских открытых и интервальных фондов акций
2009	24 881	1 244	359	42,5%
2010	32 788	1 639	558	43,8%
2011	31 092	1 555	439	59,0%
2012	23 033	1 152	315	52,8%
2013	17 724	886	255	44,0%
2014	14 192	710	246	45,9%
2015	14 780	739	308	43,9%
2016	15 306	765	372	51,8%
2017	20 122	1 006	404	65,3%
2018	24 676	1 234	449	50,0%

Источник: составлено автором самостоятельно на основе официальных документов раскрытия информации управляющими компаниями фондов.

Как видно из приведенных выше данных, СЧА попавших в выборку фондов в рассматриваемом периоде колебалась. В первую очередь, это было связано с оттоком средств инвесторов, получивших прибыль во время восстановления рынка после

Мирового финансового кризиса. Динамика индекса Московской биржи полной доходности без учета налога на дивиденды (MCFTR) и средние доходности вошедших в выборку фондов приведены в таблице 2.

Таблица 2. Описательная статистика выборки российских открытых и интервальных фондов акций за 2009–2018 гг., часть 2

Показатель / Год	Средние расходы фонда	Средняя доходность фондов	Средневзвешенная доходность фондов	Изменение MCFTR	Инфляция	Средняя ставка по депозитам до 1 года
2010	3,45%	34,9%	32,6%	25,4%	8,8%	9,1%
2011	3,48%	-22,4%	-24,8%	-14,5%	6,1%	5,4%
2012	3,49%	5,4%	4,6%	8,8%	6,6%	6,9%
2013	3,42%	8,2%	3,8%	6,3%	6,5%	7,1%
2014	3,51%	-5,0%	-9,5%	-1,8%	11,4%	6,0%
2015	3,56%	36,0%	32,5%	32,3%	12,9%	12,9%
2016	3,60%	36,1%	27,6%	32,8%	5,4%	8,5%
2017	3,57%	6,1%	4,5%	-0,2%	2,5%	6,8%
2018	3,54%	9,2%	11,5%	19,1%	4,3%	5,7%

Источник: составлено автором самостоятельно на основе официальных документов раскрытия информации управляющими компаниями фондов.

Дополнительным фактором высокой волатильности СЧА фондов акций активного управления стала низкая доходность российского фондового рынка в 2011–2014 гг. Однако тенденция сменилась в конце 2014 года, когда девальвационный эффект снова сделал инвестиции в российский фондовый рынок привлекательными.

Стоит сказать, что выборка неоднородна – в 2009 году СЧА трех крупнейших фондов превышала 70% от СЧА выборки, по итогам 2018 года их доля снизилась до 48%. Из приведенных в таблице данных видно, что медианное значение СЧА фондов за восьмилетний промежуток времени выро-

сло на 25% и составило 449 млн рублей в 2018 году.

Совокупная СЧА выбранных фондов составила достаточно высокую долю от СЧА всех российских открытых и интервальных фондов акций – в рассматриваемом периоде она не опускалась ниже 42%.

Проведенные расчеты среднегодовых параметров исследуемых показателей представлены в таблице 3. Интересно, что средние расходы фондов в рассматриваемом временном интервале колебались около 3,4–3,6%. При этом данные не позволяют сказать о наличии какой-либо тенденции в динамике вознаграждений.

Таблица 3. Расчетные среднегодовые параметры выборки и ориентиры доходности

Показатель	Значение
Расходы фондов	3.51%
Доходность фондов по выборке	7.56%
Результат Индекса MCFTR	10.92%
Индекс потребительских цен	7.1%
Ставка по депозитам до 1 года в январе	7.6%
Доходность фондов по усеченной выборке	9.81%
Доходность фондов до вычета издержек по выборке	11.1%
Доходность фондов до вычета издержек по усеченной выборке	13.4%

Источник: составлено автором самостоятельно по результатам исследования.

Стоит отметить, что в 2009 году минимальное вознаграждение фонда в рассматриваемой выборке составляло 1,5%, а максимальное – 5,3%; по итогам 2018 года минимум и максимум достигли 2,5% и 4,8% соответственно. При этом 11 фондов за девятилетний промежуток повысили размер вознаграждений, 3 фонда – понизили, и еще 6 фондов сохранили цену на свои услуги неизменной.

Результаты исследования

С учетом того, что в рассматриваемом периоде российский фондовый рынок испытывал значительные колебания, средневзвешенная доходность фондов выборки также была волатильна, составив за девять лет 7,6% годовых. Для сравнения, за этот же период среднегодовая инфляция превысила 7,1%, однолетние банковские депозиты принесли вкладчику около 7,6% годовых, а результат индекса MCFTR достиг 10,92%. Таким образом, российские открытые и интервальные ПИФы акций в среднем принесли бы инвестору за девятилетний период доходность, которая была бы на одном уровне с консервативными ориентирами и существенно ниже доходности индекса широкого рынка. Если допустить, что расходы фондов были равны нулю, тогда средневзвешенная доходность

фондов составит 11,1%, что незначительно превышает результат индекса MCFTR. Таким образом, можно сказать, что деятельность фондов по отбору активов и формированию портфелей в целом приносит повышенную доходность, однако весь положительный эффект для инвесторов изымается управляющими.

Если отбросить результаты двух худших фондов, то средневзвешенная доходность ПИФов в выборке увеличится до 9,81%. Такой скачок среднегодовой доходности связан с тем, что один из исключенных фондов обладал существенным удельным весом в выборке – 30% от СЧА рассматриваемых фондов в 2009 году; но в 2018 году его доля опустилась до 12,7%. Так или иначе, средневзвешенный результат усеченной выборки значительно превышает консервативные ориентиры доходности (инфляцию и ставку по депозитам), но более чем на 1 процентный пункт ниже результата индекса MCFTR. Если же средневзвешенную доходность фондов по усеченной выборке скорректировать на понесенные инвестором расходы, то в таком случае она возрастет до 13,4%, что на 2,5% превышает результат индекса MCFTR. Согласно идее ее создания и функционирования, именно такую (превышающую результат индекса)

доходность должны обеспечивать инвесторам фонды активного управления. В действительности в рассматриваемом периоде сделать им это не удалось, так как стоимостной эквивалент превышения над индексом был направлен на выплату вознаграждения доверительным управляющим, аудиторам и специализированным депозитариям фондов.

На следующем этапе исследования важно попытаться определить статистическую взаимосвязь между совокупными расходами фонда и его доходностью. Для этого был проведен регрессионный анализ зависимости среднегодовой доходности фонда за период с 2009 по 2018 год от среднегодовых расходов по ПИФам, находящихся в выборке. Результаты анализа представлены на рисунке 1.

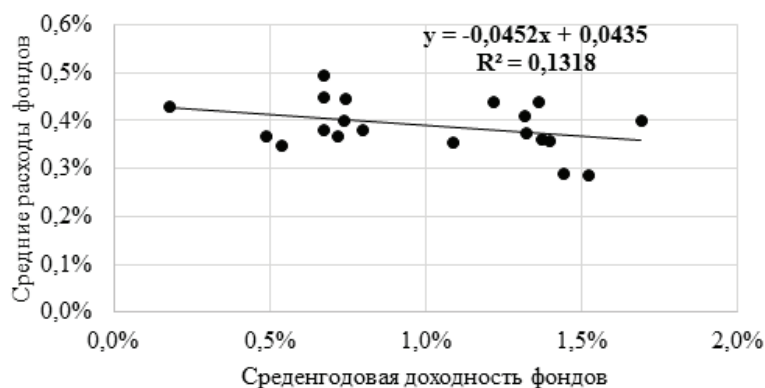


Рисунок 1. Регрессионный анализ зависимости среднегодовой доходности фонда от совокупных расходов

Как видно из приведенных данных, прослеживается обратная зависимость доходности фонда от понесенных расходов. Следует отметить, что по критерию Фишера данное уравнение регрессии значимо. Обратившись к коэффициенту детерминации, можно отметить, что дисперсия доходностей фондов объясняется рассматриваемой зависимостью только на 13%. Другими словами, величина общих издержек паевого инвестиционного фонда вносит достаточно слабый вклад в итоговую доходность инвестора. Следовательно, проблема отбора активов в фонд и формирование портфеля оказывает более сильное влияние на итоговый результат,

чем издержки доверительного управляющего.

Тем не менее, принимая во внимание приведенную статистику по средневзвешенной доходности фондов за восьмилетний период, проблему величины издержек игнорировать нельзя. В целях обоснования справедливого уровня вознаграждения доверительных управляющих российскими ПИФа было решено обратиться к детальной статистике отрасли инвестиционных фондов США. На рисунке 2 представлены средневзвешенные коэффициенты расходов фондов акций активного управления и индексных фондов акций, а также их совокупная СЧА.



Рисунок 2. Сравнение СЧА и расходов индексных и активно управляемых фондов акций в США [14]

Как видно из графика, за последние 17 лет средние издержки фондов акций активного управления демонстрируют явную понижающую тенденцию. В 2002 году средние издержки таких фондов составляли 0,97%, в 2018 – уже 0,75%. На наш взгляд, одной из причин такой динамики является нарастающее конкурентное давление со стороны индексных фондов. Видно, что за период с 2002 по 2018 год СЧА индексных фондов увеличилась почти в 9,5 раз – с 281 млрд долл. США до 2,65 трлн долл. США, в 2016 году превысив СЧА фондов акций активного управления. При этом издержки самих индексных фондов также демонстрировали отрицательную динамику, снизившись в рассматриваемом периоде с 0,25% до 0,08%. Привлекательность индексных фондов объясняется тем, что инвесторы в такие фонды получают среднерыночный результат, выплачивая управляющим существенно меньшую комиссию, не неся риска ненадлежащего отбора активов, который может возникнуть у фондов активного управления.

Интересно, что средняя доходность активных фондов акций в США за период с 2002 по 2018 год при средних издержках за этот период порядка 0,86% составила около 8,9% [15]. Результат индекса S&P 500 с учетом реинвестированных дивидендов составил 8,97% годовых при средних издержках 0,15%. В итоге инвесторы получили чистую доходность при инвестировании в индекс около 8,82%. Это означает, что в среднем фонды активного управления за пятнадцатилетний период выполнили свою функцию, заключающуюся в превышении среднерыночного результата, даже при существенно более высоких издержках, чем у индексных фондов.

Таким образом, принимая во внимание тот факт, что средневзвешенная доходность российских ПИФов акций уступает доходности рынка в целом, управляющие должны снижать издержки управления.

С учетом того, что продемонстрированная российскими ПИФаами акций средняя доходность за 9 лет составила около 7,6% (9,8% при усеченной выборке), можно сделать допущение о том, что в долгосрочном периоде в будущем доходность фондового рынка в целом также будет колебаться вокруг 8–12% (поскольку она находится во взаимосвязи с рентабельностью собственного капитала российских публичных компаний). Поэтому для обеспечения приемлемого для инвесторов в ПИФы результата – выше доходности индексного фонда, также прогнозируемой в будущем на уровне 10% – управляющим следует в среднем сократить расходы фондов с текущих 3,6% до 1%. Рекомендация снижения расходов на 2,6% базируется на ретроспективном подходе – если бы в рассматриваемом периоде средневзвешенная доходность

входящих в выборку 20 фондов составила бы около 10,2% (на 2,6% больше фактического результата), то это можно было бы признать приемлемой доходностью, так как инвесторы в среднем получили результат ощутимо выше инфляции и ставки по депозитам.

Если же рассмотреть доходность усеченной выборки (9,8%) и скорректировать ее на 2,6%, то тогда инвесторы в среднем получили бы доходность около 12,4%, что в достаточной степени выше результата индексного фонда за период 2009–2018 гг. (10,9%).

Заключение

Проведенное исследование показало, насколько важную роль в итоговых финансовых результатах инвестора в фонды акций играют издержки. При анализе иностранных научных достижений в этой области было выявлено, что на достаточно длительных промежутках времени высокие издержки фондов приводят к тому, что инвестор отдает существенную часть возможной прибыли финансовому посреднику [11]. Также на примере финансового рынка развитой страны было выявлено, что в отрасли инвестиционных фондов могут действовать конкурентные силы, способствующие тому, что управляющие снижают цены на свои услуги.

Научная ценность исследования заключается в изучении зависимости доходности фондов от величины вознаграждений доверительных управляющих. Проведенный регрессионный анализ зависимости среднегодовой доходности фонда от издержек фонда на примере 20 российских фондов акций позволил выявить, что издержки играют заметную, но не решающую роль, по всей видимости, значение отбора активов для фонда более важно. Однако нельзя полагать, что повышение средних результатов за счет лучшего выбора активов позволит управляющим продолжать взимать существующие высокие комиссии. Дело в том, что СЧА фондов выборки составляет заметную долю от общих активов инвестиционных фондов, осуществляющих вложения в акции российских компаний, а значит в совокупности их результат не будет существенно превышать доходность индекса MCFTR. Одной из задач исследования была демонстрация того факта, что даже при текущем подходе управляющих к составу и структуре фондов и качеству отбора активов абсолютно достижимой является цель обеспечения инвесторам доходности на уровне среднерыночной или выше.

Таким образом, практическая значимость результатов заключается в обнаружении того факта, что средняя доходность инвесторов в 2009–2018 гг. в неотраслевые ПИФы акций активного управления находилось ниже консервативных ориентиров доходности. В качестве дальнейших направлений

исследований на основе данной работы можно назвать расчет конкретных значений справедливого уровня вознаграждений доверительных управляющих.

При этом нельзя не отметить тот факт, что текущий уровень расходов российских ПИФов акций выгоден только управляющим, потому что инвесторы в такие фонды в среднем получают результат ниже среднерыночного, и на уровне консервативных ориентиров доходности. В связи

с этим выдвигается предложение о понижении вознаграждений доверительных управляющих, аудиторов и специализированных депозитариев до уровня в 1%. Возможно, такие ограничения следует рассмотреть на законодательном уровне. На наш взгляд, такие меры могут способствовать возобновлению интереса широких масс потенциальных инвесторов к паевым инвестиционным фондам акций как важному инструменту сбережений.

Литература

1. Berk J., and J. van Binsbergen. Measuring Skill in the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics*, vol. 118, no. 1 (October): 1–20.
2. Bogle J. *Don't Count on It!: Reflections on Investment Illusions, Capitalism, «Mutual» Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes*. N.Y., Wiley, 2011, 496 p.
3. Bogle J. How Well Do Stock Prices Reflect Intrinsic Values? *CFA Institute Journal* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v30.n2.10>. (дата обращения: 05.03.2017).
4. Breloer, B., H. Scholz, and M. Marco Wilkens. Performance of International and Global Equity Mutual Funds: Do Country Momentum and Sector Momentum Matter? // *Journal of Banking & Finance*. – 2014. – № 43. – С.58–77.
5. Busse, J., A. Goyal, and S. Wahal. (2014). «Investing in a Global World». *Review of Finance*, vol. 18, no. 2 (April): 561–590.
6. Cooper, Michael J. and Halling, Michael and Yang, Wenhao, The Persistence of Fee Dispersion among Mutual Funds (January 24, 2018). Swedish House of Finance Research Paper No. 14-11. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=1456079> (дата обращения: 28.04.2018).
7. Cremers, K. J. Martijn and Ferreira, Miguel Almeida and Matos, Pedro and Starks, Laura T., Indexing and Active Fund Management: International Evidence (January 5, 2015) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=1830207> (дата обращения: 13.09.2018)
8. Edelen, Roger, Ozgur Ince, and Gregory Kadlec. (2016) «Institutional Investors and Stock Return Anomalies». *Journal of Financial Economics* 119 (3): 472–88
9. Frazzini, Andrea, Ronen Israel, and Tobias J. Moskowitz. (2014). «Trading Costs of Asset Pricing Anomalies». Working paper (28 March).
10. Gallagher, David R. and Harman, Graham and Schmidt, Camille and Warren, Geoffrey J., Global Equity Fund Performance: An Attribution Approach (March 3, 2016) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=2568483> (дата обращения: 25.03.2019).
11. Gerakos, J., J.T. Linnainmaa, and A. Morse. «Asset Manager Funds» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2733147 (дата обращения: 3.01.2019).
12. Goldman, Eitan, Zhenzhen Sun, and Xiyu (Thomas) Zhou. (2016) «The Effect of Management Design on the Portfolio Concentration and Performance of Mutual Funds». *Financial Analysts Journal*, vol. 72, no. 4 (July/August): 49–61.
13. ICI. 2018 Investment Company Fact Book. 2018 Investment Company Fact Book [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://icifactbook.org>. (дата обращения: 25.03.2019).
14. Kokkonen, Joni, and Matti Suominen. «Hedge Funds and Stock Market Efficiency». *Management Science* 61 (12): 2890–904.
15. Morningstar. 2018 Fund Category and Index Performance Data. Available at: <https://www.morningstar.com/articles/906786/2018-fund-category-and-index-performance-data.html> (accessed: 25 June 2019).
16. Novy-Marx, Robert, and Mihail Velikov. 2016. A Taxonomy of Anomalies and Their Trading Costs. *Review of Financial Studies* 29 (1): 104–47.

References

1. Berk, J., and J. van Binsbergen. (2015) Measuring Skill in the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics*. Vol. 118, No. 1 (October): 1–20. (In Eng.)
2. Bogle, J. (2011) *Don't Count on It!: Reflections on Investment Illusions, Capitalism, «Mutual» Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes*. N.Y., Wiley, 496 p.
3. Bogle, J. (2013). *How Well Do Stock Prices Reflect Intrinsic Values?* *CFA Institute Journal*. Available at: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v30.n2.10> (accessed 05.03.2017) (In Eng.)

4. Breloer, B., H. Scholz, and M. Marco Wilkens. (2014). «Performance of International and Global Equity Mutual Funds: Do Country Momentum and Sector Momentum Matter?». *Journal of Banking & Finance*, vol. 43 (June): 58–77. (In Eng.).
5. Busse, J., A. Goyal, and S. Wahal. (2014) «Investing in a Global World». *Review of Finance*, vol. 18, no. 2 (April): 561–590. (In Eng.).
6. Cooper, Michael J. and Halling, Michael and Yang, Wenhao, The Persistence of Fee Dispersion among Mutual Funds (January 24, 2018). Swedish House of Finance Research Paper No. 14-11. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1456079> (accessed 28.04.2018) (In Eng.).
7. Cremers, K.J. Martijn and Ferreira, Miguel Almeida and Matos, Pedro and Starks, Laura T., Indexing and Active Fund Management: International Evidence (January 5, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1830207> (accessed 13.09.2018) (In Eng.).
8. Edelen, Roger, OzgurInce, and Gregory Kadlec. (2016) «Institutional Investors and Stock Return Anomalies». *Journal of Financial Economics* 119 (3): 472–88.
9. Frazzini, Andrea, Ronen Israel, and Tobias J. Moskowitz. 2014. Trading Costs of Asset Pricing Anomalies. Working paper (28 March).(In Eng.).
10. Gallagher, David R. and Harman, Graham and Schmidt, Camille and Warren, Geoffrey J., Global Equity Fund Performance: An Attribution Approach (March 3, 2016). Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2568483>(accessed 25.03.2019) (In Eng.).
11. Gerakos, J., J.T. Linnainmaa, and A. Morse, Asset Manager Funds. (2016) Chicago Booth Research Paper No. 16-02 (February): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2733147 (accessed 3.01.2019) (In Eng.).
12. Goldman, Eitan, Zhenzhen Sun, and Xiyu (Thomas) Zhou, The Effect of Management Design on the Portfolio Concentration and Performance of Mutual Funds. (2016) *Financial Analysts Journal*, Vol. 72, no. 4 (July/August): 49–61.
13. ICI. (2018) 2018 Investment Company Fact Book. 2018 Investment Company Fact Book. Available at: <http://icifactbook.org>. (accessed 25.03.2019) (In Eng.).
14. Kokkonen, Joni, and Matti Suominen. (2015) «Hedge Funds and Stock Market Efficiency». *Management Science* 61 (12): 2890–904.
15. Morningstar, 2018 Fund Category and Index Performance Data. Available at: <https://www.morningstar.com/articles/906786/2018-fund-category-and-index-performance-data.html> (Accessed 25.06. 2019) (In Eng.).
16. Novy-Marx, Robert, and MihailVelikov (2016) A Taxonomy of Anomalies and Their Trading Costs. *Review of Financial Studies* 29 (1): 104–47. (In Eng.).

Информация об авторе:

Андрей Олегович Валухов, заместитель начальника аналитического управления, Публичное акционерное общество «Управляющая компания «Арсатера», Санкт-Петербург, Россия
e-mail: valukhov@gmail.com

Статья поступила в редакцию 04.07.2019; принята в печать 11.10.2019.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

Information about the author:

Andrey Olegovich Valukhov, Deputy Head of Analytical Department, Public Joint-Stock Company Arsagera Assent Management Company, Saint-Petersburg, Russia
e-mail: valukhov@gmail.com

The paper was submitted: 04.07.2019.

Accepted for publication: 11.10.2019.

The author has read and approved the final manuscript.