

Экономический журнал ВШЭ. 2016. Т. 20. № 1. С. 129–155.
HSE Economic Journal, 2016, vol. 20, no 1, pp. 129–155.

Заккрытие паевых фондов в России

Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю., Горяев А.П.

Финансовый кризис 2008–2009 гг. крайне неблагоприятно сказался на индустрии открытых паевых фондов России. Произошло сокращение не только стоимости активов под управлением, но и количества фондов. В настоящей статье мы исследуем закрытие паевых фондов в России, выявляем особенности этих явлений и формирующих их факторов. В отличие от ряда других работ, мы сравниваем фонды, которые подвергаются закрытию, с фондами, которые выживают в ближайшем будущем. При этом для каждого ликвидированного фонда мы находим множество выживающих фондов, похожих на него по инвестиционному стилю и размеру активов. Наши результаты показывают, что ликвидируемые фонды характеризуются малыми размерами, малым возрастом, низкой относительной доходностью и высоким оттоком активов. Большинство российских фондов ликвидируется вместе со всей управляющей компанией (УК). Ликвидируемые УК отличаются малыми размерами активов под управлением, малым возрастом, низкой доходностью относительно конкурентов и, как следствие, высоким оттоком активов. Было показано, что российские УК в целом являются весьма молодыми, страдают от недостатка капитала и отсутствия экономии от масштаба, что резко повышает их вероятность быть ликвидированными. Наши результаты подчеркивают необходимость для УК обладать достаточным капиталом для того, чтобы пережить кратковременные негативные шоки. Более того, наличие таких ресурсов поможет увеличить доверие к индустрии паевых фондов и, как следствие, развить российский финансовый рынок. В текущий период экономического спада и продолжительной стагнации фондо-

Авторы выражают благодарность научным сотрудникам лаборатории эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков ИЭП им. Гайдара Е.А. Горбатикову, Б.В. Чокаеву, Р.А. Гайнедденовой и В.Е. Зямалову, а также участникам научных семинаров ИЭП им. Гайдара и РАНХиГС за плодотворное обсуждение и ценные замечания.

Иноземцев Эдуард Васильевич – научный сотрудник лаборатории эмпирических исследований инвестиций и финансовых рынков Научного направления «Макроэкономика и финансы» ИЭП им. Е.Т. Гайдара. E-mail: einozemtsev@nes.ru

Симонов Андрей Юрьевич – профессор финансов, Michigan State University – Eli Broad Graduate School of Management; Centre for Economic Policy Research (CEPR); Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ. E-mail: simonov@broad.msu.edu

Горяев Алексей Петрович – профессор финансов, Российская экономическая школа, директор программы «Мастер финансов». E-mail: agoriaev@nes.ru

Статья поступила: 02.06.2015/Статья принята: 23.12.2015.

вого рынка российские управляющие компании испытывают большие трудности, что приводит к консолидации индустрии. Ликвидация управляющих компаний и фондов создает большие негативные экстерналии для пайщиков. В связи с этим мы рекомендуем проводить консолидацию индустрии путем поглощения нежизнеспособных управляющих компаний.

Ключевые слова: паевые фонды; институциональные инвесторы; ликвидации; управляющая компания.

Введение

Индустрия паевых инвестиционных фондов во всем мире продолжает развиваться колоссальными темпами. Стоимость чистых активов под управлением в открытых фондах достигла 30 трлн долл. на конец 2013 г.¹, что значительно превосходит докризисные значения. Во многом это объясняется очевидными преимуществами паевых фондов: низким порогом минимальных инвестиций, диверсификацией портфеля, профессиональным управлением, ликвидностью и т.д.

В то же время российская индустрия паевых фондов сильно отстает как по темпам роста, так и по совокупной стоимости чистых активов под управлением. Лишь 0,5% экономически активного населения России инвестирует в паевые фонды². Стоимость чистых активов под управлением в открытых фондах – 112 млрд руб. на конец 2013 г.³, что составляло всего 0,2% от годового ВВП России за тот же год. Для сравнения, в других странах БРИКС в 2013 г. этот показатель был равен: в Бразилии – 45,3%, Индии – 5,7%, Китае – 5,2%, и Южной Африке – 40,7%⁴. Аналогичная оценка для США равна 89,4%. Стремительно развиваясь в предкризисные годы, российская индустрия паевых фондов многократно сократилась в период финансового кризиса 2008–2009 гг. Именно на этот период приходится наибольшее количество ликвидаций российских фондов. С тех пор идет плавное восстановление индустрии, которая по стоимости активов под управлением по-прежнему отстает от докризисных величин.

Несмотря на колоссальные различия в уровне развития, закрытие паевых фондов является актуальным вопросом и для России. Необходимость исследования данных явлений обосновано несколькими причинами. Это позволит всем участникам рынка лучше понимать природу таких явлений. С точки зрения управляющих компаний принятие решения о ликвидации или поглощении своих паевых фондов является стратегическим. Интересы пайщиков и владельцев управляющих компаний, вообще говоря, различаются. Первые стремятся получить большую прибыль при меньших комиссионных издержках, в то время как управляющие компании стремятся увеличить активы под управлением и снизить для себя затраты на обслуживание фондов путем достижения экономии от мас-

¹ Согласно 2014 Investment Company Fact Book.

² ИД «Коммерсантъ» № 52 от 26 марта 2012 г.

³ Согласно Национальной лиге управляющих (НЛУ).

⁴ Данные по ВВП стран взяты с сайта World Bank, данные по суммарной СЧА по странам взяты с сайта 2014 Investment Company Fact Book.

штаба. При этом увеличение активов под управлением может достигаться не только притоком чистых активов в более доходные фонды, но и путем приобретения фондов у других управляющих компаний. В то же время слияние нескольких фондов позволяет снизить расходы на обслуживание со стороны управляющей компании.

Однако исследования закрытий паевых фондов важны для пайщиков и потенциальных инвесторов. Им необходимо иметь представление о том, как закрытие фондов может отразиться на их инвестициях, не говоря о том, что это приводит к сокращению количества доступных для них инвестиционных возможностей. Наконец, для регулирующих органов исследования подобных явлений важно с точки зрения более эффективного управления и регулирования всей индустрии.

Количество опубликованных работ по поглощениям и ликвидациям паевых фондов крайне ограничено. Одной из первых классических работ на эту тему принято считать работу Джаярамана и Корана [Jayaraman, Khogana, 2002]. В своей статье авторы выявляют основные факторы, определяющие вероятность поглощения, а также исследуют влияние поглощений на благосостояние пайщиков фондов, участвующих в этом процессе. Основной акцент в статье делается на сравнении поглощаемого и поглощающего фондов как до, так и после поглощения. Согласно результатам статьи, поглощаемые внутри семьи фонды являются хуже поглощающих сторон с точки зрения доходности и притока активов. Более того, поглощаемые фонды обладают меньшими размерами и более высоким уровнем комиссионных платежей. Среди основных факторов, влияющих на вероятность поглощения, авторы выделяют следующие: размер фонда, размер комиссионных платежей, доходность фонда и размер семьи. Авторы делают вывод, что основными причинами поглощений внутри семьи являются достижение экономии от масштаба и уничтожение фондов с плохой историей.

Статья Жао [Zhao, 2005] исследует все формы закрытия фондов: поглощение внутри семьи, поглощение между семьями и ликвидацию. Согласно результатам автора, все исчезающие фонды обладают меньшими размерами и более высоким оттоком активов. Ликвидированные фонды характеризуются меньшими размерами и возрастом по сравнению с поглощенными внутри семьи фондами. Фонды с большим количеством классов паев более склонны к поглощению, чем к ликвидации. Схожие результаты получает в своей работе Динг [Ding, 2006].

В статье Шлангера [Schlanger et al., 2013] исследуются основные характеристики ликвидированных и поглощенных фондов. Результаты автора хорошо согласуются с более ранними исследованиями. Согласно этой статье, несмотря на значимое улучшение в доходности, поглощенные фонды по-прежнему уступают рынку после факта поглощения. Таким образом, автор предостерегает от инвестирования в фонды, которые потенциально могут быть закрыты.

Целью данной работы является анализ закрытия⁵ фондов в России, выявление особенностей этих явлений и формирующих их факторов. В отличие от ряда других работ, мы сравниваем фонды, которые подвергаются закрытию, с фондами, которые выживают в ближайшем будущем. При этом для каждого ликвидированного фонда мы находим

⁵ Под закрытием паевого фонда мы понимаем прекращение его существования. Фонды также могут временно закрываться для новых инвесторов, однако это не является предметом исследования данной статьи.

множество выживающих фондов, похожих на него по инвестиционному стилю и размеру активов. Таким образом, в нашем исследовании отсутствует смещение, связанное со сравнением фондов разных инвестиционных стилей.

Наша работа также дополняет список литературы по данному вопросу для развивающихся стран. Насколько нам известно, это вторая эмпирическая статья, исследующая данный вопрос для развивающихся рынков. Первой является работа Банга и Гупта [Banga, Gupta, 2012], в которой авторы выявляют основные мотивы для поглощений паевых фондов в Индии. Проведя опрос менеджеров паевых фондов, авторы выявляют три различные причины поглощений, которые оказываются значимыми в рамках регрессионного анализа: расширение возможностей для рекламы и маркетинга, расширение активов под управлением и выгода от большей диверсификации портфеля.

Согласно полученным результатам, ликвидируемые фонды в России имеют малые размеры активов под управлением и малый возраст. Демонстрируя низкую доходность относительно своих прямых конкурентов на рынке, ликвидируемые фонды в России испытывают отток активов, что приводит к их скорому исчезновению. Решение о ликвидации малого плохого фонда принимается в течение очень короткого промежутка времени, что говорит о высокой чувствительности к потерям со стороны российских УК.

В нашей работе было установлено, что 70% всех ликвидаций фондов в России связаны с ликвидацией всей управляющей компании (УК), что, безусловно, является интересной особенностью российской индустрии паевых фондов. При этом ликвидируемые УК отличаются малыми размерами и возрастом. Как и в случае с ликвидируемыми фондами, низкая относительная доходность УК и отток активов приводит к ее ликвидации. При анализе вероятности ликвидации УК был выявлен ряд статистически значимых факторов: размер активов под управлением УК, приток активов и возраст⁶.

Наши результаты свидетельствуют о том, что многие управляющие компании в России являются молодыми, страдают от недокапитализированности и отсутствия эффекта масштаба. Подобные предпосылки приводят к резкому повышению вероятности их ликвидации. В свою очередь, это создает угрозы как для текущих, так и для потенциальных пайщиков.

Статья структурирована следующим образом. В разделе 1 описаны особенности паевых фондов в России. В разделе 2 представлены данные и описательная статистика. Раздел 3 содержит сравнительный анализ всех ликвидированных фондов. Раздел 4 включает в себя анализ ликвидаций УК, а также исследование фондов, закрывающихся внутри действующей УК. Раздел 5 – дискуссия.

1. Особенности паевых фондов в России

В литературе существует множество обзорных и исследовательских работ по индустрии паевых фондов развивающихся стран⁷. Анализ развития российских паевых фондов с подробной описательной статистикой представлены в работах Картвелишвили (2012) и

⁶ К сожалению, в нашей работе отсутствуют натуральные эксперименты, что не позволяет нам различить причинно-следственные связи и корреляцию.

⁷ В статье Камиямы [Kamiyama, 2007] представлен подробный обзор рынка паевых фондов Индии. В работе [Varga, Wengert, 2010] описывается развитие индустрии в Бразилии.

Абрамова, Акшенцевой (2014). Различные меры доходности российских паевых фондов подробно исследуются в статьях Абрамова и Акшенцевой (2014), Делкоур и Френча [Delcoure, French, 2007], Горяева и Барина (2003). В недавней статье Паршакова (2014) исследуется наличие умения и навыков у менеджеров российских паевых фондов.

Как было сказано выше, российская индустрия паевых фондов сильно отстает в своем развитии от других развивающихся стран. Отчасти это связано с рядом ее интересных особенностей. К примеру, российским открытым паевым фондам запрещено вкладывать более 70% всего портфеля в иностранные активы⁸. Это ограничение было не столь значимым в период предкризисного бума, однако, стало таковым в период долгой посткризисной стагнации российского рынка. Таким образом, лидерство среди инструментов для инвестирования по-прежнему сохраняется за банковскими депозитами. Среди прочих причин принято выделять также отсутствие налоговых льгот для инвесторов, запрет на вложение в ПИФы пенсионных накоплений [Абрамов, Акшенцева, 2014], недостаточная реклама продуктов коллективных инвестиций и т.д.

При столь низком спросе на финансовые продукты индустрии паевых фондов поглощение управляющих компаний или их частей – достаточно распространенное явление в России. Это позволяет управляющим компаниям наращивать совокупную стоимость активов под управлением. К примеру, УК «Атон» приобрела УК «Deutsche UFG Capital Management» в 2013 г., что сделало ее одним из самых крупных игроков на рынке. Еще одним примером является приобретение Сбербанком УК «Тройка Диалог» в 2011 г. При этом вновь приобретенные фонды, как правило, продолжали существовать внутри объединенной компании.

Еще одной особенностью российской индустрии до недавних пор являлось почти полное отсутствие слияний фондов. Согласно старому законодательству (до 2014 г.) это можно было осуществить лишь с согласия всех пайщиков, что делало слияние непозволительно дорогим для УК. Это привело к тому, что многие УК работали с одинаковыми по стилю фондами, часто дублирующими стратегии друг друга, что не давало возможности достижения экономии от масштаба. Однако ситуация изменилась в феврале 2014 г., когда ЦБ упростил данную процедуру. Отныне для проведения слияния фондов необходимо лишь проинформировать пайщиков, и, в случае отсутствия возражений, проводить процедуру. Одними из первых данной возможностью воспользовались УК «Сбербанк управление активами» и УК «Альфа-капитал»⁹.

Российская индустрия паевых фондов характеризуется наличием на рынке огромного количества малых убыточных для семьи¹⁰ фондов, которые не ликвидируются. На это существует несколько причин. Во-первых, в случае наличия во всей семье одного-двух таких фондов их сохраняют с целью расширения продуктовой линейки для розничных клиентов. Во-вторых, маленький фонд с высокой доходностью может иметь положительные экстерналии на весь бизнес управляющей компании¹¹. В-третьих, ликвидация фонда

⁸ На данный момент ЦБ рассматривает возможность снятия данного ограничения.

⁹ «КонсультантПлюс» и статья «ПИФов становится меньше» в № 3616 от 25 июня 2014 г. газеты «Ведомости».

¹⁰ В данном исследовании мы используем термины «управляющая компания» и «семья фондов» в качестве синонимов.

¹¹ Статья «Почему управляющие не избавляются от мелких фондов» в № 3705 от 28 октября 2014 г. газеты «Ведомости».

может привести к недовольству пайщиков, что повлечет за собой репутационные издержки для всей управляющей компании. В-четвертых, по неподтвержденным данным, некоторые фонды в России могут создаваться под нужды малого числа (одного или двух) крупных инвесторов.

Несмотря на вышеперечисленные причины, ликвидации фондов в России все же происходят. Инициаторами процесса могут выступать как регулирующие органы, скажем, в случае отзыва лицензии, так и сама управляющая компания. Согласно текущему законодательству, все имущество, составляющее инвестиционный фонд, должно быть реализовано в течение шести месяцев со дня раскрытия информации о его прекращении. При этом пайщики ликвидируемых фондов подвергаются сразу нескольким дополнительным рискам. Во-первых, момент ликвидации может совпасть с периодом обвала финансовых рынков, что приведет к реализации активов по заниженным ценам. Во-вторых, ликвидируемые фонды могут содержать в своих портфелях неликвидные активы, которые могут быть распроданы с большим дисконтом. В-третьих, при ликвидации пайщики фонда зачастую лишены возможности самостоятельно выбрать момент выхода из инвестиций. В-четвертых, период ликвидации фонда может составить несколько месяцев, в течение которых пайщики не смогут распоряжаться своими средствами. В-пятых, ликвидация фонда требует дополнительных издержек, которые удерживаются из активов фонда¹². Если прекращение фонда инициировано управляющей компанией, то все издержки связаны с оплатой ее услуг, несмотря на то, что фактического управления портфелем уже не происходит. В случае лишения лицензии ликвидацию фонда производит специализированный депозитарий. Согласно законодательству, размер издержек, связанных с ликвидацией, не может превышать 3% от стоимости чистых активов под управлением.

2. Данные и описательная статистика

Нами была собрана база данных открытых паевых инвестиционных фондов России с 2004 г. по 2010 г. База содержит дневные данные по стоимостям пая и чистых активов под управлением, имена фонда и его УК, инвестиционный стиль, дату создания фонда. Мы дополнили базу данными по ликвидированным фондам, взятым с ресурса Национальной лиги управляющих¹³.

На основе данной базы мы построили месячную базу данных по всем открытым паевым фондам в период с января 2004 г. по июнь 2010 г.¹⁴ Конечная база содержит данные по стоимости чистых активов (СЧА), доходности, притоку активов, возрасту, стилю фонда и идентификатору УК. Стиль фонда принимает пять возможных значений: фонд акций, фонд облигаций, смешанный фонд, фонд денежного рынка и фонд фондов.

Всего в нашей выборке имеется 583 открытых фонда, принадлежащих 170 управляющим компаниям. 134 из 583 фондов ликвидировались в рассматриваемый период.

¹² Статья «Осторожно, ПИФы закрываются» в № 1328 от 18 марта 2005 г. газеты «Ведомости».

¹³ См.: www.nlu.ru.

¹⁴ В изначальной версии базы данных отсутствовали данные по СЧА за второе полугодие 2009 г., что сделало невозможным использование последующих данных в нашем исследовании. Однако ввиду того, что нас интересуют лагированные характеристики фондов, наша выборка ликвидированных фондов была расширена.

В данном исследовании мы ограничили выборку фондов, взяв только те, чей возраст превышает три месяца¹⁵.

Доходность фонда была рассчитана как прирост стоимости пая. Приток чистых активов был получен по следующей формуле:

$$(1) \quad Inflow_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + r_{i,t})}{TNA_{i,t-1}},$$

где $Inflow_{i,t}$ – приток чистых активов в фонд i в период $[t - 1, t]$; $TNA_{i,t}$ – стоимость чистых активов фонда i на конец периода t ; $r_{i,t}$ – доходность фонда i за период $[t - 1, t]$. Так как каждый фонд имеет свой инвестиционный стиль, которого он придерживается, то нецелесообразно сравнивать притоки активов фондов с разными стилями. Для этого мы вычисляем скорректированный на стиль приток чистых активов как разность между притоком активов фонда и медианным значением притока активов среди всех фондов с данным стилем в данный момент времени:

$$(2) \quad Inflow_adj_{i,t} = Inflow_{i,t} - med_{style,t}(Inflow_t).$$

Аналогично с корректировкой притока чистых активов мы вычисляем скорректированную на стиль фонда доходность.

Мы также создали базу данных управляющих компаний путем агрегирования данных по их фондам. Суммарная стоимость чистых активов под управлением УК была посчитана простым суммированием, в то время как доходность и приток активов были рассчитаны методом взвешивания по СЧА фондов в предыдущем периоде. В качестве возраста УК используется прокси-переменная, которая была рассчитана по самой ранней дате возникновения фондов, относящихся к данной УК и входящих в нашу базу¹⁶.

На рис. 1 представлена динамика общего количества фондов и количества ликвидаций за рассматриваемый период. Как видно из графика, индустрия паевых фондов действительно развивалась большими темпами в предкризисный период. При этом основная масса ликвидаций приходится на кризисные 2008–2009 гг.

В табл. 1 представлена объединенная описательная статистика по всей выборке фондов, чей возраст превышает три месяца, и управляющих компаний.

Как видно из табл. 1, на рынке действительно присутствовало огромное количество маленьких фондов, четверть всех фондов имела под управлением меньше 10,4 млн руб. Помимо размера фондов, интересно отметить и малый возраст: четверть открытых фондов в России являются моложе 13 месяцев.

¹⁵ Первые три месяца жизни фонда, как правило, уходят на его формирование.

¹⁶ Мы понимаем, что данная мера для возраста может нести в себе ошибку, связанную с поглощениями УК между собой.

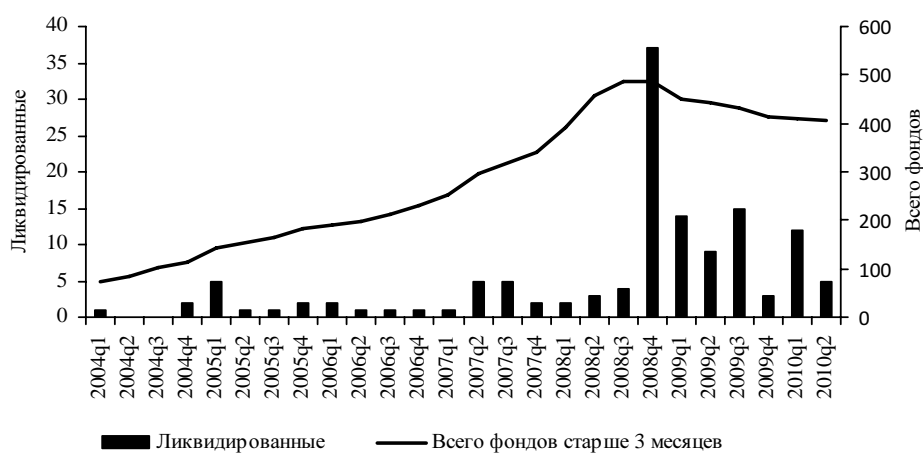


Рис. 1. Динамика количества фондов и ликвидаций, 2004–2010 гг.

Таблица 1.

**Объединенная описательная статистика
для всей выборки фондов и УК**

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Уровень фондов								
СЧА, млн руб.	232,3	41,1	907,2	2,3	10,4	157,5	814,7	17559
Возраст, мес.	33	24	30	5	13	44	88	17599
Доходность годовая, %	-2,4	4,7	39,4	-65,5	-29,6	16,4	58,5	13134
Доходность полугодовая, %	-0,5	2,3	32,3	-59,6	-9,9	10,5	49,2	16196
Приток годовой, %	91,1	0,0	404,0	-72,3	-27,5	63,1	511,4	12677
Приток полугодовой, %	34,6	0,0	192,5	-58,8	-14,2	23,5	213,4	15703
Уровень УК								
СЧА, млн руб.	614,1	77,8	2145,1	1,4	16,3	360,1	2674,2	6609
Возраст, мес.	38	29	32	2	13	53	108	6636
Доходность годовая, %	2,7	7,1	39,5	-59,7	-22,1	23,0	58,2	4476
Доходность полугодовая, %	1,9	2,8	29,7	-52,8	-6,8	13,5	42,7	5443
Приток годовой, %	171,4	5,4	1730,7	-59,6	-17,8	75,6	551,8	4286
Приток полугодовой, %	43,3	0,6	249,5	-44,7	-9,6	30,5	236,1	5305
Количество фондов в УК	3	2	2	1	1	4	8	6637
Количество стилей в УК	2	2	1	1	1	3	4	6637

3. Анализ ликвидированных фондов

С января 2004 г. по июнь 2010 г. было ликвидировано 134 открытых паевых фонда. В табл. 2 приведено распределение ликвидированных фондов по стилям.

Мы начинаем наш анализ со сравнения ликвидированных и выживших фондов. С этой целью мы воспользовались так называемой процедурой мэтчинга (от англ. *matching*). Для каждого ликвидированного фонда за шесть месяцев¹⁷ до ликвидации мы нашли все схожие по размеру фонды в других управляющих компаниях¹⁸, имеющие такой же инвестиционный стиль, но выживающие в следующие 12 месяцев. Выбираемые фонды должны обладать тем же инвестиционным стилем и иметь СЧА, лежащий в коридоре $\pm 50\%$ от СЧА ликвидируемого фонда. В результате данной процедуры для 115 из 134 ликвидированных фондов удалось найти хотя бы один схожий выживающий фонд в другой семье. Таким образом, мы получили группы фондов, в каждой из которых находится ровно один ликвидированный фонд и все схожие с ним фонды за шесть месяцев до факта ликвидации.

Таблица 2.

Распределение фондов по стилям

Фонды	Ликвидированные фонды		Все фонды на июнь 2009 г.	
	количество	доля, %	количество	доля, %
Облигаций	30	22,39	67	15,37
Акций	52	38,81	228	52,29
Фонд фондов	7	5,22	12	2,75
Смешанный	41	30,60	123	28,21
Денежного рынка	4	2,99	6	1,38
Всего	134	100	436	100

Так как большое количество полученных групп содержит несколько выживающих фондов, с целью сравнения мы находим медианное значение каждой характеристики по всем выживающим фондам внутри одной группы. После этого мы производим сравнение медианных характеристик ликвидированных фондов и медианных характеристик медиан выживающих фондов с использованием *p-value* медианного точного теста Фишера¹⁹. Сравнение производится каждые 6 месяцев, считая от даты ликвидации фонда, по следующим характеристикам: СЧА, полугодовая доходность, скорректированная на стиль

¹⁷ Выбор момента времени для мэтчинга обусловлен тем, что по законодательству фонд должен быть ликвидирован в течение шести месяцев с момента оглашения данного решения.

¹⁸ Мэтчинг осуществлялся среди фондов других УК, так как многие ликвидируемые фонды находились в маленьких семьях, не имеющих выживающих аналогов.

¹⁹ В отличие от критерия согласия Пирсона, тест Фишера не является асимптотическим, что позволяет использовать его на малых выборках. Критерий согласия Пирсона и тест Фишера дают схожие результаты в рамках всего нашего исследования.

полугодовая доходность, скорректированная на рынок полугодовая доходность, полугодовой приток чистых активов, скорректированный на стиль полугодовой приток активов и возраст фонда. Скорректированные на стиль величины были получены путем вычитания из характеристики фонда медианного значения по всем фондам с данным стилем в этот момент времени. Скорректированная на рынок доходность является разностью доходности фонда и доходности индекса MICEX. Все переменные доходности и притока активов взяты за период в 6 месяцев. К примеру, доходность в момент времени «-12» соответствует полугодовой доходности за период $[t - 18, t - 12]$ относительно даты ликвидации.

Результаты представлены в табл. 3. В первую очередь рассмотрим медианные характеристики ликвидированных фондов относительно даты их ликвидации. Из представленной таблицы видно, что медианный ликвидируемый фонд крайне мал: его СЧА составляет всего 5,7 млн руб. за 6 месяцев до ликвидации, что в 7 раз меньше, чем медианный фонд в индустрии. Очевидно, что медианный ликвидируемый фонд с подобным размером является убыточным для управляющей компании в терминах комиссионных платежей²⁰. Еще одной интересной особенностью ликвидируемых фондов является их малый возраст, равный 22 месяцам в момент ликвидации медианного фонда. Короткая жизнь ликвидируемых фондов стала основной причиной для рассмотрения полугодовых доходностей и притоков активов.

Доходность медианного ликвидируемого фонда превышает доходность индекса MICEX за 12 и за 6 месяцев до ликвидации, 4,3% и 1,4% относительной доходности. В то же время он достаточно сильно уступает медианному фонду в данном стиле, -1,9% и -1,9% относительной доходности.

Заключительными характеристиками являются меры для притока чистых активов. Медианный ликвидируемый фонд имеет близкий к нулю приток активов в период $[t - 18, t - 12]$ относительно даты ликвидации, однако испытывает сильный отток в последний год жизни, равный -5,5% в периоде $[t - 12, t - 6]$, и -75,4% в течение последних 6 месяцев жизни. Важно отметить, что, согласно законодательству, фонд должен быть полностью ликвидирован в течение 6 месяцев с момента принятия данного решения²¹. Это говорит о том, что отток активов в период $[t - 12, t - 6]$ не может быть связан с информацией о предстоящей ликвидации фонда. Наконец, огромный отток средств в последние 6 месяцев жизни является следствием обратного выкупа фондом своих паев.

Теперь перейдем к сравнению ликвидированных и выживших фондов. Так как никакого статистически значимого различия в СЧА в период до ликвидации между ними нет, то мы считаем, что мэтчинг проведен успешно. Если мы рассмотрим момент времени «-12», то можно заметить, что все меры доходности ликвидируемых фондов хуже таковых у выживших, причем скорректированные на стиль доходности отличаются статистически значимо, -1,9% против -0,9% у выживших. По притоку активов ликвидируемые

²⁰ Согласно статье [Абрамов, Акшенцева, 2014], среднее значение комиссионных платежей в 2009 г. составляло 4% годовых, что приносит 240 тыс. руб. с одного фонда размером в 6 млн руб. Данный доход не способен покрыть издержки, связанные с наймом трейдера, не говоря уже об административных издержках.

²¹ Согласно законодательству, УК обязана уведомить Банк России о прекращении паевого фонда в течение 5 дней со дня возникновения основания для ликвидации.

фонды в этот момент времени статистически значимо превосходят выживающих, 0,0% у ликвидируемых против -2,9% у выживающих. В момент времени «-6» картина резко меняется. Можно заметить, что приток активов ликвидируемых фондов становится хуже такового у выживающих, -5,5% против -1,1% за шесть месяцев. При этом притоки активов, скорректированные на стиль, отличаются статистически значимо, -3,2% против 0,6% у выживающих. Данный результат хорошо согласуется с тем, что приток активов реагирует с задержкой на доходность фонда [Berk, Green, 2004; Chevalier, Ellison, 1997; Sirri, Tufano, 1998]. Заключительной мерой сравнения является возраст. Ликвидированные фонды являются статистически значимо моложе своих выживающих собратьев, 22 месяца против 26 в момент ликвидации²².

Таблица 3.

**Сравнение ликвидированных и выживших фондов
в период с 2004 г. по середину 2010 г.**

		Медианы				
		месяцы относительно даты ликвидации				
		-24	-18	-12	-6	0
СЧА, млн руб.	Ликвидированные	10,2	10,0	6,2	5,7	0,9
	Выжившие	9,5	8,6	6,6	5,6	4,9
	N	45	75	98	115	98
	P-value	0,40	0,51	0,89	1,00	0,00
Доходность полугодовая, %	Ликвидированные	1,2	1,0	0,2	-4,6	-1,5
	Выжившие	4,2	-1,3	1,3	-3,8	3,3
	N	27	43	73	98	103
	P-value	0,28	0,67	1,00	0,89	0,16
Доходность полугодовая, скорректировка на стиль, %	Ликвидированные	-1,6	0,0	-1,9	-1,9	0,3
	Выжившие	0,5	-0,6	-0,9	-1,0	0,4
	N	27	43	73	98	103
	P-value	0,01	1,00	0,05	0,20	1,00

²² Мы также провели данный сравнительный анализ на трех основных подвыборках фондов: фонды акций, облигаций и смешанные фонды. Согласно сравнительному анализу на подвыборках, более высокий отток активов ликвидируемых фондов в момент времени «-6» характерен для фондов акций и смешанных фондов, в то время как на фондах облигаций этого выявлено не было. Однако низкая относительная доходность является характерной для ликвидируемых фондов на всех подвыборках. Результаты представлены в Приложении к статье.

Окончание табл. 3.

		Медианы				
		месяцы относительно даты ликвидации				
		-24	-18	-12	-6	0
Доходность полугодовая, корректировка на рынок, %	Ликвидированные	-4,0	2,0	4,3	1,4	-0,9
	Выжившие	-5,9	2,5	5,9	-0,4	-0,1
	N	27	43	73	98	103
	P-value	1,00	1,00	0,74	0,67	1,00
Приток полугодовой, %	Ликвидированные	1,1	0,0	0,0	-5,5	-75,4
	Выжившие	-0,7	-2,0	-2,9	-1,1	0,0
	N	25	40	66	89	98
	P-value	0,57	0,82	0,04	0,29	0,00
Приток полугодовой, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	1,4	-4,4	0,6	-3,2	-67,6
	Выжившие	-4,0	0,2	-1,2	0,6	2,9
	N	25	40	66	89	98
	P-value	0,57	0,12	0,38	0,02	0,00
Возраст, мес.	Ликвидированные	15	10	11	16	22
	Выжившие	17	16	15	20	26
	N	45	77	99	115	115
	P-value	0,67	0,01	0,26	0,01	0,01

Таким образом, мы видим, что ликвидируемые фонды не уступают и даже превосходят выживающие фонды на ранних этапах своей жизни. Несмотря на меньшую доходность за год до ликвидации, закрываемые фонды демонстрируют более высокий приток активов, что может быть напрямую связано с успешным маркетингом. Однако уже в следующем полугодии недавний проигрыш в доходности неблагоприятно сказывается на притоке чистых активов, что приводит к ликвидации фонда.

Как отмечалось выше, в российской индустрии паевых фондов существует огромное количество маленьких фондов, которые являются заведомо убыточными для УК с точки зрения комиссионных платежей. Ликвидируемые фонды также относятся к этой категории. Однако на фоне своих выживающих собратьев ликвидируемые фонды демонстрируют низкую доходность, что приводит к оттоку активов уже в следующем полуго-

дии. Это влечет за собой весьма скорую их ликвидацию. Эти наблюдения говорят о том, что российские УК отличаются крайней нетерпимостью по отношению к оттоку активов от малых убыточных фондов.

4. Причины ликвидаций

Перейдем к рассмотрению управляющих компаний, в которых происходили рассматриваемые ликвидации фондов. При внимательном изучении семей ликвидируемых фондов выяснилось, что 93 из 134 ликвидаций фондов связаны с ликвидацией всей управляющей компании, и лишь 41 ликвидация происходила в семьях, которые продолжали держать хотя бы один открытый паевой фонд. Эти 93 ликвидации фондов соответствуют 43 ликвидациям управляющих компаний, однако в конечную выборку вошли лишь 38²³. Дату ликвидации управляющей компании мы определяем как дату ликвидации последнего открытого фонда.

4.1. Анализ ликвидаций УК

Для анализа ликвидированных УК мы воспользовались агрегированной до уровня семей базой данных. Медианные характеристики ликвидированных УК относительно даты их ликвидации представлены в табл. 4. Помимо обычной доходности и притока активов мы представили те же величины, только скорректированные на медианную УК. Коррекция была осуществлена простым вычитанием медианного значения по индустрии.

Таблица 4.

Медианные характеристики ликвидированных УК относительно даты ликвидации

		Месяцы относительно даты ликвидации УК				
		-24	-18	-2	-6	0
СЧА, млн руб.	Медиана	26,9	13,7	12,7	13,2	1,1
	N	17	28	32	38	31
Доходность полугодовая, %	Медиана	2,5	2,1	-1,9	1,1	2,0
	N	10	16	24	29	29
Доходность полугодовая, корректировка на мед. УК, %	Медиана	-5,3	3,1	-4,0	0,1	2,5
	N	10	16	24	29	29
Приток полугодовой, %	Медиана	1,3	0,0	-0,2	-17,4	-79,6
	N	10	16	23	27	28
Приток полугодовой, корректировка на мед. УК, %	Медиана	-9,8	-13,2	-1,1	-15,1	-71,6
	N	10	16	23	27	28
Возраст, мес.	Медиана	17	10	13	17	23
	N	17	28	33	38	38
Количество фондов	Медиана	2	2	2	2	1
	N	17	28	33	38	38

²³ В некоторых редких случаях управляющая компания продолжала существовать, имея закрытые паевые фонды.

Согласно полученным результатам, медианная ликвидируемая УК обладает малыми размерами, всего 13,2 млн руб. за 6 месяцев до ликвидации, и имеет под управлением лишь два открытых фонда. За 12 месяцев до события медианная семья имеет полугодовую доходность $-1,9\%$, что много меньше доходности медианной семьи в этот момент времени. Скорректированная на медианную семью полугодовая доходность для медианной ликвидируемой УК составляет $-4,0\%$. Столь сильное отставание от доходности медианной семьи приводит к тому, что ликвидируемая семья начинает претерпевать сильный отток активов в течение последних 12 месяцев жизни. Медианный отток равен $-17,4\%$ за 6 месяцев до ликвидации, в то время как скорректированный отток за этот же период равен $-15,1\%$ за полугодовой период. Здесь мы не обсуждаем характеристики семей за 18 и 24 месяца до ликвидации из-за слишком малой выборки.

Интересным фактом является крайне малый возраст ликвидируемой УК, 23 месяца на момент ликвидации. При этом 60% всех ликвидаций УК произошли в период 2008–2009 гг. Это свидетельствует о том, что в период предкризисного бума создавались не просто фонды, а целые управляющие компании. При этом в рамках этих УК создавались малые по размеру фонды. Как мы видим, неуспешная часть этих УК вскоре была ликвидирована.

Для выявления основных факторов, влияющих на вероятность ликвидации управляющей компании, мы воспользовались регрессионным анализом на уровне УК. Мы оцениваем следующую пробит-модель:

$$(3) \quad \Pr(Liquidation_{i,t+1}) = \Phi(X'_{i,t}\Gamma),$$

где $Liquidation_{i,t+1}$ равна единице, если УК i ликвидируется в следующем году $(t + 1)^{24}$; ноль – иначе; $\Phi(x)$ – функция распределения стандартного нормального распределения. Набор объясняющих переменных $X_{i,t}$ включает в себя: логарифм СЧА УК, полугодовую доходность УК, полугодовой приток чистых активов в УК, возраст УК и годовые дамми-переменные. Все переменные, характеризующие УК, были подвержены процедуре winsorise (от англ. winsorise) по $2,5\%$ слева и справа с целью борьбы с выбросами выборки²⁵. Мы оцениваем пробит-модель на годовых данных, взяв пятый месяц каждого года²⁶. Ввиду потенциальных проблем с переменной возраста, мы рассмотрели две различные спецификации: с переменной возраста и без нее. Стандартные ошибки были кластеризованы по году для того, чтобы учесть кросс-корреляцию, связанную с едиными макроэкономическими шоками.

²⁴ Под следующим годом понимается период в 12 месяцев начиная с момента времени, в котором были взяты объясняющие переменные.

²⁵ В рамках данной процедуры мы заменяем первые $2,5\%$ распределения по каждой переменной значением, соответствующим $2,5$ -ой перцентили. Аналогично делается корректировка для $2,5\%$ распределения справа.

²⁶ Месяц был выбран так, чтобы минимизировать количество ликвидаций в течение следующих шести месяцев календарного года. Это связано с тем, что последние шесть месяцев УК испытывают колоссальный отток активов, что может сместить оценки.

Таблица 5.

**Выявление факторов, влияющих на вероятность ликвидации УК.
Предельные эффекты пробит-модели**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Log(СЧА УК)	-0,0126*** (-5,47)	-0,0133*** (-4,41)	-0,00255*** (-2,61)	-0,00678** (-2,36)
Доходность УК, полугодие	0,0186* (1,81)	0,000648 (0,04)	0,00759* (1,74)	0,0169 (1,21)
Приток активов УК, полугодие	-0,0318*** (-4,14)	-0,0432*** (-3,03)	-0,0165*** (-6,44)	-0,0532*** (-10,92)
Возраст УК			-0,000446*** (-7,63)	-0,00121*** (-8,77)
Ограничения	Нет	Нет	Нет	Да
Годовая дамми	Да	Нет	Да	Да
Стандартные ошибки кластер. ²⁷	Год	Год	Год	Год
Pseudo R2	0,23	0,18	0,30	0,25
obs. P	0,063	0,062	0,061	0,084
pred. P (at x-bar)	0,018	0,024	0,006	0,019
Observations	476	485	474	335

Примечание: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1.

В табл. 5 представлены предельные эффекты пробит-модели для средних значений объясняющих переменных. В скобках указаны робастные z-статистики. Как видно из оценок спецификации (1), размер фонда (z-stat = -5,5) и приток активов (z-stat = -4,2) значимо и отрицательно влияют на вероятность ликвидации семьи, что полностью согласуется с анализом основных характеристик ликвидируемых семей. Уменьшение логарифма СЧА УК на 1 стандартное отклонение приводит к росту вероятности ликвидации всей УК приблизительно на 2,6 процентных пункта для средней УК. Данный эффект является экономически значимым и составляет 42% от безусловной вероятности ликвидации. Уменьшение притока чистых активов на 1 стандартное отклонение приводит к увеличению вероятности на 3,2 процентных пункта, что составляет 50% от безусловной вероятности. Спецификация (2) без годовых дамми дает схожие результаты.

Согласно спецификации (3), возраст также значимо и отрицательно влияет на вероятность ликвидации УК. Уменьшение возраста на 1 стандартное отклонение приводит к увеличению вероятности ликвидации на 1,6 процентных пункта (25% от безусловной вероятности).

В спецификации (4) мы провели проверку на робастность, ограничив выборку по размеру СЧА УК. В выборку попали лишь те УК, чья совокупная стоимость активов под

²⁷ HC-оценки стандартных ошибок дают схожие результаты.

управлением не превосходит 400 млн руб., что соответствует 75-ой перцентили. Выбор такого ограничения объясняется малыми размерами ликвидированных УК.

4.2. Ликвидации внутри УК

Перейдем к рассмотрению оставшихся 41 ликвидации²⁸, не связанных с ликвидацией управляющей компании. В первую очередь мы рассмотрели набор фондов, которые содержатся в семьях, где проходят подобные ликвидации. Выяснилось, что в 20 из 41 случая УК ликвидирует не один фонд, а все фонды с конкретным стилем. К примеру, УК «Агро Стандарт» ликвидировала оба своих открытых фонда со стилем «Фонд фондов» в мае 2009 г. Подобное поведение семей может быть связано с желанием урезать затраты на исследование рынка и сосредоточить усилия на узком кругу инвестиционных стилей. В остальных 21 случаях при ликвидации фонда в семье продолжал существовать хотя бы один фонд с данным стилем. Существенную часть второй группы составляют 8 ликвидированных фондов акций УК «Ингосстрах-Инвестиции». Все 8 фондов были открыты в начале 2008 г. и ликвидированы до апреля 2009 г.

Для анализа основных факторов, влияющих на вероятность ликвидации, мы вновь воспользовались регрессионным анализом. Мы оцениваем следующую пробит-модель:

$$(4) \quad \Pr(Liquidation_{i,t+1}) = \Phi(X'_{i,t}\Gamma),$$

где $Liquidation_{i,t+1}$ равна единице, если фонд i ликвидируется в следующем году ($t + 1$)²⁹; ноль – иначе; $\Phi(x)$ – функция распределения стандартного нормального распределения; $X_{i,t}$ – набор объясняющих переменных. В выборку вошли лишь эти 41 ликвидированный фонд и все выжившие фонды. Наблюдения были взяты за шестой месяц каждого года.

Результаты оценивания предельных эффектов пробит-модели для средних значений объясняющих переменных представлены в табл. 6. В скобках указаны робастные z-статистики. В каждой из спецификаций были использованы годовые дамми-переменные. Стандартные ошибки были кластеризованы на уровне года. Все объясняющие переменные были подвержены процедуре винсорайзинга на уровне 2,5% слева и справа.

В спецификациях (1) и (2) в качестве объясняющих переменных использовались лишь характеристики фонда, в то время как в (3) и (4) были добавлены факторы на уровне всей УК. Так как многие семьи имеют малое количество фондов под управлением, то из факторов на уровне семьи были вычтены соответствующие характеристики фонда. Это позволило избежать проблемы мультиколлинеарности, однако потребовало дополнительного ограничения на размер УК: она должна состоять как минимум из двух фондов.

²⁸ Мы не выявили значимых отличий между этими ликвидированными фондами и фондами, ликвидированными из-за закрытия всей УК. В связи с этим мы не приводим отдельной описательной статистики для этой группы фондов.

²⁹ Под следующим годом понимается период в 12 месяцев начиная с момента времени, в котором были взяты объясняющие переменные.

Таблица 6.

Выявление факторов, влияющих на вероятность ликвидации фондов внутри УК.
Пределные эффекты пробит-модели

	(1)	(2)	(3)	(4)
Уровень фондов				
Log(СЧА)	-0,00648*** (-5,58)	-0,00699*** (-13,17)	-0,00697*** (-4,25)	-0,00687*** (-4,92)
Возраст	-0,000252** (-2,00)	-0,000248** (-2,29)	-0,000181* (-1,67)	-0,000180* (-1,81)
Доходность, полугодие	-0,0169 (-1,29)		-0,00920 (-0,69)	
Приток активов, полугодие	-0,00462*** (-3,94)		-0,00409* (-1,87)	
Доходность, корректировка на стиль		-0,0148* (-1,80)		-0,0156 (-1,39)
Приток активов, корректировка на стиль		-0,00471*** (-7,41)		-0,00473*** (-2,95)
Уровень УК				
Log(СЧА УК)			0,00111 (0,65)	0,00106 (0,65)
Доходность УК, полугодие			-0,0175* (-1,95)	-0,0157** (-1,98)
Приток активов УК, полугодие			0,00516 (1,21)	0,00538 (1,27)
Количество фондов в УК			-0,000295 (-0,29)	-0,000305 (-0,31)
Годовая дамми	Да	Да	Да	Да
Стандартные ошибки кластер	Год	Год	Год	Год
Ограничения на УК	Нет	Нет	Да	Да
Pseudo R ²	0,24	0,23	0,22	0,22
Obs P	0,026	0,026	0,024	0,024
Pred P (at x-bar)	0,008	0,008	0,007	0,006
Observations	1,196	1,196	1,046	1,046

Примечание: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1.

Согласно полученным результатам, логарифм СЧА, возраст фонда и полугодовой приток чистых активов статистически значимо и отрицательно влияют на вероятность ликвидации. Это полностью согласуется с описательной статистикой ликвидированных фондов, представленной выше. Все переменные на уровне УК оказались незначимыми, за исключением полугодовой доходности семьи (z -статистика = $-1,95$). Уменьшение логарифма СЧА фонда на 1 стандартное отклонение от среднего приводит к увеличению вероятности ликвидации на 1,1 п.п. (42% от безусловной вероятности). Аналогичный эффект для возраста равен 0,6 п.п. (23% от безусловной вероятности), для притока чистых активов равен 0,4 п.п. (16% от безусловной вероятности). Таким образом, мы видим, что статистически значимые эффекты являются достаточно большими с экономической точки зрения.

5. Дискуссия

Результаты нашей работы позволяют выявить ряд важных особенностей российской индустрии паевых фондов. Огромную ее долю составляют молодые и малые по размеру фонды. Часть этой категории фондов, которые отличаются низкой относительной доходностью и высоким оттоком активов, в наибольшей степени подвержена риску быть ликвидированными. Эти результаты полностью согласуются с результатами существующих исследований для индустрии паевых фондов США. Решение по ликвидации российского паевого фонда принимается в течение очень короткого промежутка времени. С одной стороны, это может объясняться тем, что российские паевые фонды с малым СЧА заведомо являются убыточными. С другой стороны, это может являться следствием большей чувствительности к потерям со стороны российских УК.

Большая часть ликвидируемых фондов в России ликвидируется вместе с управляющей компанией. При этом ликвидируемые УК отличаются малыми размерами активов под управлением, малым возрастом, низкой доходностью относительно конкурентов и, как следствие, высоким оттоком активов. Медианная УК в России существует всего 5 лет и имеет чуть более 70 млн руб. под управлением в открытых паевых фондах на июнь 2010 г. Столь малые размеры и возраст управляющих компаний, их недокапитализированность, отсутствие возможности достижения экономии от масштаба и низкая доходность резко повышают их вероятность быть ликвидированными. Это, безусловно, является серьезной угрозой как для текущих инвесторов, так и для потенциала развития всей отрасли. Наши результаты подчеркивают необходимость для УК обладать достаточным капиталом для того, чтобы пережить кратковременные негативные шоки. Более того, наличие таких ресурсов поможет увеличить доверие к индустрии паевых фондов и, как следствие, развить российский финансовый рынок.

Фонды, ликвидированные внутри выживающей УК, не отличаются от первой категории ликвидированных фондов. При этом в половине таких случаев внутри УК ликвидируется не один фонд, а все фонды, относящиеся к конкретному стилю. Это может быть связано с желанием УК урезать затраты на исследование рынка и сосредоточить усилия на узком кругу инвестиционных стилей. Прогнав соответствующие регрессии, нам удалось установить, что размер фонда, приток чистых активов и возраст фонда отрицательно и значимо влияют на вероятность ликвидации фонда внутри выживающей управляющей компании.

В текущий период экономического спада и продолжительной стагнации фондового рынка российские управляющие компании испытывают большие трудности. Это приводит к тому, что выживают лишь те управляющие компании, которые обладают большим количеством активов под управлением и достаточным капиталом. С одной стороны, малые управляющие компании ликвидируются, с другой – менее успешные управляющие компании поглощаются более стабильными крупными игроками. Происходит консолидация индустрии. Гонка за экономией от масштаба является ключевой задачей для российских управляющих компаний в период затянувшегося кризиса.

Как было показано, ликвидация управляющих компаний и фондов создает большие негативные экстерналии для пайщиков. В связи с этим мы рекомендуем проводить консолидацию индустрии путем поглощения нежизнеспособных управляющих компаний. Приобретенные фонды при этом должны сохраняться либо поглощаться другими фондами покупающей стороны. Это обеспечит консолидацию индустрии с минимальными последствиями для инвесторов. Аккумуляция активов крупными, финансово стабильными игроками, в свою очередь, поможет увеличить привлекательность такого рода финансовых инструментов и доверие к ним со стороны индивидуальных инвесторов.

Приложение.

Таблица П1.

Описательная статистика к регрессиям для ликвидаций УК

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Log(СЧА УК)	4,45	4,46	2,07	0,92	2,95	5,98	7,99	702
Доходность УК	0,173	0,051	0,261	-0,068	0,008	0,219	0,783	496
Приток активов УК	0,326	0,000	1,000	-0,505	-0,110	0,375	2,641	487
Возраст УК	44	36	35	3	17	63	116	718

Таблица П2.

**Описательная статистика к регрессиям
для ликвидаций фондов внутри выживающих УК**

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Log(СЧА УК)	3,9	4,0	1,7	1,1	2,7	5,2	6,8	1332
Возраст	35	30	24	8	18	49	81	1332
Доходность, полугодие	0,150	0,047	0,275	-0,151	-0,027	0,248	0,762	1332
Приток активов, полугодие	0,265	0,000	0,909	-0,493	-0,132	0,257	2,096	1332
Доходность, корректировка на стиль	0,006	0,000	0,108	-0,170	-0,037	0,044	0,238	1332
Приток активов, корректировка на стиль	0,194	0,000	0,822	-0,599	-0,150	0,170	1,947	1332
Log(СЧА УК)	5,73	5,84	1,94	2,36	4,26	7,30	8,84	1194
Доходность УК, полугодие	0,147	0,057	0,248	-0,130	-0,036	0,287	0,646	1174
Приток активов УК, полугодие	0,231	0,004	0,680	-0,349	-0,087	0,280	1,599	1171
Количество фондов в УК	5	4	4	1	3	7	13	1330

Таблица ПЗ.

**Сравнение ликвидированных и выживших фондов
в период с 2004 г. по середину 2010 г. Подвыборка фондов акций**

		Медианы				
		месяцы относительно даты ликвидации				
		-24	-18	-12	-6	0
СЧА, млн руб.	Ликвидированные	12,3	11,4	5,2	5,3	1,0
	Выжившие	9,6	5,9	5,6	5,0	4,3
	N	16	22	31	42	37
	P-value	0,29	0,03	1,00	1,00	0,00
Доходность полугодовая, %	Ликвидированные	0,0	-3,0	-12,1	-10,8	-6,9
	Выжившие	-0,2	-7,4	-9,8	-12,6	-14,3
	N	9	15	22	31	40
	P-value	1,00	0,47	0,76	0,61	0,82
Доходность полугодовая, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	-0,5	4,2	-3,0	-2,8	3,3
	Выжившие	0,0	-0,6	-1,2	-1,9	0,7
	N	9	15	22	31	40
	P-value	0,35	0,14	0,13	0,61	0,26
Доходность полугодовая, корректировка на рынок, %	Ликвидированные	0,8	8,1	6,8	-0,1	5,2
	Выжившие	1,2	2,8	8,1	-6,8	-2,4
	N	9	15	22	31	40
	P-value	1,00	0,47	1,00	0,61	0,50
Приток полугодовой, %	Ликвидированные	0,0	0,2	-3,0	-0,5	-75,5
	Выжившие	-13,3	-2,3	-2,0	-1,4	0,0
	N	7	14	21	27	37
	P-value	1,00	0,71	1,00	1,00	0,00
Приток полугодовой, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	1,4	-14,2	0,2	-0,8	-72,3
	Выжившие	-8,4	1,2	-1,5	0,2	2,4
	N	7	14	21	27	37
	P-value	1,00	0,71	1,00	0,28	0,00
Возраст, мес.	Ликвидированные	12	11	13	15	21
	Выжившие	11	12	12	15	21
	N	16	23	31	42	42
	P-value	1,00	0,77	1,00	1,00	1,00

Таблица П4.

**Сравнение ликвидированных и выживших фондов
в период с 2004 г. по середину 2010 г. Подвыборка смешанных фондов**

		Медианы				
		месяцы относительно даты ликвидации				
		-24	-18	-12	-6	0
СЧА, млн руб.	Ликвидированные	8,8	5,8	5,8	4,8	0,6
	Выжившие	3,0	7,9	5,1	5,3	5,3
	N	14	27	34	39	30
	P-value	0,06	1,00	0,81	1,00	0,00
Доходность полугодовая, %	Ликвидированные	-0,3	-4,6	-0,7	-1,7	0,7
	Выжившие	4,1	-3,1	3,0	-1,4	5,3
	N	8	13	25	34	30
	P-value	0,13	1,00	1,00	1,00	0,44
Доходность полугодовая, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	-5,4	-1,7	-2,1	-4,0	1,3
	Выжившие	1,6	-3,3	-1,6	0,9	0,1
	N	8	13	25	34	30
	P-value	0,62	1,00	0,57	0,23	1,00
Доходность полугодовая, корректировка на рынок, %	Ликвидированные	-13,5	4,6	-2,5	0,1	-3,0
	Выжившие	-7,2	7,9	-1,2	-0,8	0,3
	N	8	13	25	34	30
	P-value	0,62	1,00	1,00	1,00	0,20
Приток полугодовой, %	Ликвидированные	1,2	-10,0	0,0	-17,2	-76,6
	Выжившие	-2,3	-6,8	0,0	0,0	0,0
	N	8	12	23	32	30
	P-value	0,62	1,00	0,24	0,02	0,00
Приток полугодовой, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	0,0	-6,3	3,8	-12,8	-70,8
	Выжившие	-3,5	0,1	1,8	4,4	3,3
	N	8	12	23	32	30
	P-value	0,62	0,68	0,56	0,01	0,00
Возраст, мес.	Ликвидированные	14	8	11	16	22
	Выжившие	23	18	17	23	29
	N	14	28	35	39	39
	P-value	0,26	0,02	0,15	0,07	0,07

Таблица П5.

**Сравнение ликвидированных и выживших фондов
в период с 2004 г. по середину 2010 г. Подвыборка фондов облигаций**

		Медианы				
		месяцы относительно даты ликвидации				
		-24	-18	-12	-6	0
СЧА, млн руб.	Ликвидированные	9,3	9,0	10,7	10,5	0,6
	Выжившие	13,5	13,1	10,7	10,0	5,1
	N	13	21	27	28	26
	P-value	1,00	0,54	1,00	0,79	0,00
Доходность полугодовая, %	Ликвидированные	3,3	2,6	2,0	0,1	0,9
	Выжившие	4,4	3,0	2,7	1,4	3,3
	N	10	13	21	27	27
	P-value	0,66	0,43	0,54	0,28	0,28
Доходность полугодовая, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	-1,4	-1,0	-1,5	-1,7	-1,0
	Выжившие	0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6
	N	10	13	21	27	27
	P-value	0,18	0,43	0,54	0,28	0,59
Доходность полугодовая, корректировка на рынок, %	Ликвидированные	-8,5	-3,4	9,1	5,3	-6,5
	Выжившие	-9,9	-7,4	11,1	6,4	2,0
	N	10	13	21	27	27
	P-value	1,00	1,00	0,54	0,59	1,00
Приток полугодовой, %	Ликвидированные	19,6	-4,9	0,2	-6,5	-74,9
	Выжившие	4,3	2,8	-8,2	-5,1	-2,1
	N	10	12	18	25	26
	P-value	1,00	0,68	0,32	1,00	0,05
Приток полугодовой, корректировка на стиль, %	Ликвидированные	16,2	-4,4	-5,8	-0,6	-62,2
	Выжившие	2,7	2,5	-9,0	-4,2	4,8
	N	10	12	18	25	26
	P-value	1,00	0,68	0,74	1,00	0,00
Возраст, мес.	Ликвидированные	20	19	11	17	23
	Выжившие	25	24	21	22	29
	N	13	21	27	28	28
	P-value	1,00	0,22	0,28	0,79	0,79

Таблица П6.

Кросс-секционная описательная статистика для фондов, июнь 2009 г.

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
СЧА, млн руб.	141,6	28,9	537,5	1,3	7,8	98,7	516,5	431
Возраст, мес.	45	36	34	17	22	59	99	434
Доходность годовая, %	-32,7	-36,3	18,4	-56,8	-44,2	-23,1	3,8	423
Доходность полугодовая, %	49,3	53,5	30,0	2,1	28,8	67,9	93,3	428
Приток годовой, %	-2,2	-10,0	115,7	-77,1	-34,4	1,0	71,7	422
Приток полугодовой, %	-0,7	-3,8	97,6	-62,2	-14,3	0,0	34,2	427

Таблица П7.

Сравнение общей выборки и выборки после мэтчинга по СЧА

	Медиана	N
Общая выборка	38,8	23389
После мэтчинга	11,1	1272
P-value теста Фишера	0,00	

Таблица П8.

Выявление факторов, влияющих на вероятность ликвидации УК.
Пределные эффекты пробит-модели для min и max по объясняющим переменным. Спецификация (2) из табл. П5

	(1) Min(X)	(2) Max(X)
Log(СЧА УК)	-0,0906*** (-4,41)	-1,15e-09*** (-4,41)
Доходность УК, полугодие	0,00442 (0,04)	5,61e-11 (0,04)
Приток активов УК, полугодие	-0,295*** (-3,03)	-3,74e-09*** (-3,03)
Pseudo R2	0,182	0,182
obs. P	0,062	0,062
pred. P (at mean x)	0,024	0,024
pred. P (at x)	0,418	0,000
Observations	485	485

Примечание: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1. Робастные стандартные ошибки указаны для коэффициентов пробит-модели.

Таблица П9.

**Выявление факторов, влияющих на вероятность ликвидации фондов внутри УК.
Предельные эффекты пробит-модели для min и max
по объясняющим переменным. Спецификация (1) из табл. П6.**

	(1) Min(X)	(2) Max(X)
Log(СЧА)	-0,1078*** (-6,33)	-5,21e-09 (-0,23)
Возраст	-0,0042* (-1,89)	-2,02e-10 (-0,26)
Доходность, полугодие	-0,2816 (-1,16)	-1,36e-08 (-0,29)
Приток активов, полугодие	-0,0768*** (-4,03)	-0,00462 (-0,24)
Pseudo R ²	0,24	0,24
Obs P	0,026	0,026
Pred P (at mean x)	0,008	0,008
P pred. (at x)	0,328	0,000
Observations	1,196	1,196

Примечание: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1. Стандартные ошибки указаны для предельных эффектов пробит-модели. Годовые дамми взяты равными средним значениям.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Абрамов А., Акшенцева К.* Развитие взаимных фондов в России // Экономическая политика. 2014. № 1.
Газета «Ведомости» № 3616 от 25 июня 2014.
Газета «Ведомости» № 3705 от 28 октября 2014.
Газета «Ведомости» № 1328 от 18 марта 2005.
Газета «Коммерсантъ» № 52 от 26 марта 2012.
Картвелишвили В.М., Гаврилюк В.И. Паевые фонды в России: генезис и эволюция отрасли // Научно-аналитический журнал «Наука и практика» РЭУ им. Г.В. Плеханова. 2012.
КонсультантПлюс.
Banga S., Gupta A. Motives for Mergers and Takeovers in the Indian Mutual Fund Industry // VIKALPA. 2012. Vol. 37. № 2.
Berk J., Green R. Mutual Fund Flows and Performance In Rational Markets // Journal of Political Economy. 2004. 112. P. 1269–1295.

- Chevalier J., Ellison G.* Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives // Journal of Political Economy. 1997. 105. P. 1167–1200.
- Delcours N.V., French D.W.* Mutual fund Industry: Case Study of Russian Equity Mutual Funds // Journal of Emerging Markets. 2007. Vol. 12. № 1.
- Ding B.* Mutual Fund Mergers: A Long-term Analysis: Working Paper. 2006.
- Goriaev A., Barinov A.* Measuring Performance of Russian Equity Funds: NES master thesis. 2003.
- Investment Company Fact Book.* 2014.
- Jayaraman N., Khorana A., Nellling E.* An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual Fund Mergers // Journal of Finance. 2002. 57. P. 1215–1542
- Kamiyama T.* India's Mutual Fund Industry // Nomura Capital Market Review. 2007. Vol. 10. № 4.
- Parshakov P.* Russian Mutual Funds: Skill vs. Luck: HSE Working Paper. 2014.
- Shlanger T., Phillips C.B.* The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Dead Funds. Vanguard Research Series. 2013.
- Sirri E., Tufano P.* Costly Search and Mutual Fund Flows // Journal of Finance. 1998. 53. P. 1589–1622.
- Varga G., Wengert M.* The Growth and Size of the Brazilian Mutual Fund Industry: Working Paper. 2010.
- Zhao X.* Exit Decision in the U.S. Mutual Fund Industry // Journal of Business. 2005. 78. P. 1365–1401.

Closing of Mutual Funds in Russia

Inozemtsev Eduard¹, Simonov Andrei², Goriaev Alexei³

¹ Gaidar Institute for Economic Policy,
3-5, Gazetny lane., Moscow, 125009, Russian Federation.
E-mail: inozemtsev@nes.ru

² Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
82/5, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation.
E-mail: simonov@broad.msu.edu

³ New Economic School,
100A, Novaya st., Skolkovo, Moscow, 143026, Russian Federation.
E-mail: agoriaev@nes.ru

Recent global financial crisis had significant impact on mutual fund industry both globally and in Russia. Total Net Assets and number of funds under management shrank dramatically. In this paper we analyze delisting of mutual funds in Russia. In contrast to existing studies we employ a matching procedure in order to compare liquidated and survived funds. For each liquidated fund we find all similar survived funds by investment style and Total Net Assets. Liquidated funds are smaller, younger, have poor performance records, and suffer from large asset redemption. Most of the mutual funds in Russia are liquidated along with fund management company. We show that Russian management companies are young, suffer from capital shortage and from lack of economies of scale, which sharply increase a probability for them to be liquidated. Our results stress the need for Russian fund management companies to have sufficient capital in order to be able to survive short-term negative

shocks. This may help to increase confidence in Russian mutual fund industry and, consequently, develop Russian financial market. During the period of present economic and financial turmoil Russian management companies experience difficulties, which lead to consolidation of the whole industry. Management company liquidations have negative externalities on mutual funds' investors. Therefore we suggest mergers of unviable management company with healthy ones as the best way to consolidate the industry.

Key words: mutual funds; institutional investors; liquidations; management company.

JEL Classification: G23, G33, G34.

* *

*

References

- Abramov A., Akshenceva K. (2014) Razvitie vzaimnyh fondov v Rossii. Jekonomicheskaja politika [Development of Mutual Fund Industry in Russia]. *Economic Policy*, 1. *Gazeta «Vedomosti»* no 3616 ot 25 ijunja 2014 [«Vedomosti» newspaper, no 3616, 25.06.2014]. *Gazeta «Vedomosti»* no 3705 ot 28 oktjabrja 2014 [«Vedomosti» newspaper, no 3705, 28.10.2014]. *Gazeta «Vedomosti»* no 1328 ot 18 marta 2005 [«Vedomosti» newspaper, no 1328, 18.03.2005]. *Gazeta «Kommersant»* no 52 ot 26 marta 2012 [«Kommersant» newspaper, no 52, 26.03.2012].
- Kartvelishvili V.M., Gavriljuk V.I. (2012) Paevye fondy v Rossii: genezis i jevoljucija otrasli [Mutual Funds in Russia: Genesis and Evolution of Industry]. *Scientific-analytical Journal «Science and Practice» Plekhanov Russian University of Economics. ConsultantPlus.*
- Banga C., Gupta A. (2012) Motives for Mergers and Takeovers in the Indian Mutual Fund Industry. *VIKALPA*, 37, 2.
- Berk J., Green R. (2004) Mutual Fund Flows and Performance In Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112, pp. 1269–1295.
- Chevalier J., Ellison G. (1997) Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy*, 105, pp. 1167–1200.
- Delcours N.V., French D.W. (2007) Mutual fund Industry: Case Study of Russian Equity Mutual Funds. *Journal of Emerging Markets*, 12, 1.
- Ding B. (2006) *Mutual Fund Mergers: A Long-term Analysis*. Working Paper.
- Goriaev A., Barinov A. (2003) *Measuring Performance of Russian Equity Funds*. NES Master Thesis. *Investment Company Fact Book* (2014).
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E. (2002) An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual Fund Mergers. *Journal of Finance*, 57, pp. 1215–1542
- Kamiyama T. (2007) India's Mutual Fund Industry. *Nomura Capital Market Review*, 10, 4.
- Parshakov P. (2014) *Russian Mutual Funds: Skill vs. Luck*. HSE Working Paper.
- Shlanger T., Phillips C.B. (2013) *The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Dead Funds*. Vanguard Research Series.
- Sirri E., Tufano P. (1998) Costly Search and Mutual Fund Flows. *Journal of Finance*, 53, pp. 1589–1622.
- Varga G., Wengert M. (2010) *The Growth and Size of the Brazilian Mutual Fund Industry*. Working Paper.
- Zhao X. (2005) Exit Decision in the U.S. Mutual Fund Industry. *Journal of Business*, 78, pp. 1365–1401.