

Экономический журнал ВШЭ. 2016. Т. 20. № 2. С. 311–336.
HSE Economic Journal, 2016, vol. 20, no 2, pp. 311–336.

Заккрытие паевых фондов внутри управляющей компании

Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю.

Мировая индустрия паевых фондов развивается высокими темпами. На фоне этого такие события, как ликвидация и поглощение фонда, все чаще происходят на рынке. В данной статье мы исследуем особенности этих явлений на крупнейшем рынке паевых фондов – в США. В отличие от существующих работ мы проводим сравнительный анализ ликвидированных и поглощенных внутри управляющей компании (УК) фондов с выжившими фондами путем процедуры мэтчинга. Для каждого ликвидированного или поглощенного фонда мы находим все похожие на него по инвестиционному стилю и размеру активов выжившие фонды внутри той же УК. Согласно полученным результатам, УК закрывают фонды с относительно малыми размерами активов под управлением, плохой историей доходности и высоким оттоком активов. При этом большие по размеру фонды поглощаются другими фондами из той же УК, в то время как малые ликвидируются. Помимо этого, ликвидированные фонды обладают меньшим возрастом и меньшим размером комиссионных платежей по сравнению с поглощенными фондами. Полученные результаты свидетельствуют о том, что УК стремятся «очищать» историю своей компании от неудачно запущенных фондов. В нашей работе мы также исследуем ликвидации целых УК. Медианная ликвидируемая УК содержит единственный фонд с совокупной стоимостью активов 10 млн долл. (для сравнения медианная УК имеет 300 млн долл.). В рамках регрессионного анализа было выявлено, что размер активов под управлением в УК, годовой приток чистых активов и размер комиссионных платежей значимо и отрицательно связаны с вероятностью ликвидации всей УК.

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. Отдельная благодарность выражается Е.А. Горбатикову за содействие в расчетах.

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

Статья поступила: 15.10.2015/Статья принята: 16.03.2016.

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

Введение

Индустрия паевых инвестиционных фондов давно стала одним из самых значимых и быстроразвивающихся финансовых посредников на рынке. Только за период с 2009 по 2013 гг. суммарная стоимость активов под управлением всех паевых фондов в мире выросла на 31%, достигнув 30 трлн долл., что на 15% превышает аналогичные докризисные значения на конец 2007 г.¹

Американская индустрия паевых фондов составляет около половины от всей мировой индустрии по стоимости активов под управлением, что делает ее не только самой крупной, но и одним из самых конкурентных финансовых рынков в мире. Так, суммарное количество открытых паевых фондов в США составляет более 7700 фондов на конец 2013 г. Находясь в подобной конкурентной среде, управляющие компании (УК)² стремятся предоставить для инвестирования наиболее конкурентоспособные фонды: с хорошей историей доходности и низкими комиссионными платежами. С одной стороны, этот процесс тесно связан с созданием новых фондов, с другой, с закрытием уже имеющихся.

Закрытие паевых фондов может принимать две формы: поглощение или ликвидацию. При поглощении все активы поглощаемого фонда переходят под управление поглощающего фонда. После этого поглощенный фонд прекращает свое существование. Подобная форма закрытия фонда имеет ярко выраженные преимущества для управляющей компании. Во-первых, это позволяет ей избавиться от фонда с плохой историей доходности без потери пайщиков или с потерей лишь малой их части. Таким образом, управляющая компания имеет возможность оставлять лишь те фонды, которые продемонстрировали высокую доходность, и как следствие, высокий приток активов. Во-вторых, это помогает ей достигать экономии от масштаба. К примеру, если в управляющей компании имеется два фонда с похожими инвестиционными стилями, то их слияние даст возможность сократить совокупные расходы на управление этих двух фондов. Это позволит компании понизить размер комиссионных платежей и сделать их объединенный фонд более привлекательным для инвесторов. При всех своих достоинствах слияния имеют существенный недостаток – стоимость реализации слияния может оказаться достаточно высокой. В связи с этим управляющая компания должна сравнивать потенциальную синергию и текущие расходы на завершение сделки. Наконец, при ликвидации фонда управляющая компания распродает все активы фонда, возвращает реализованные средства (с учетом определенных комиссий) пайщикам и закрывает фонд.

Исследования закрытий паевых фондов важны для всех участников рынка. Для регулирующих органов подобные исследования имеют большое значение с точки зрения более глубокого понимания процессов консолидации индустрии и более эффективного управления. Для инвесторов это важно с точки зрения понимания и оценки потенциальных рисков от инвестирования в фонды, которые могут быть закрыты в ближайшее

¹ Согласно 2014 Investment Company Fact Book и личным расчетам авторов.

² По ходу всей статьи мы будем использовать понятия «управляющая компания» и «семья фондов» в качестве синонимов.

время. Наконец, сами управляющие компании, для которых данное решение является стратегическим, должны осознавать потенциальные последствия подобных сделок для дальнейшей успешности их бизнеса.

Существует весьма ограниченное количество статей, исследующих вопрос закрытия паевых фондов. Классической статьёй принято считать работу Джаярамана и др. [Jayaraman, Khorana, Nelling, 2002]. В своей статье авторы анализируют поглощения фондов внутри одной УК и между различными УК. Последнее относится к ситуации, когда активы фонда поглощаются фондом из другой УК. Авторы сравнивают поглощенные и поглощающие фонды между собой в течение нескольких лет до момента поглощения. Согласно результатам сравнительного анализа, поглощаемые фонды имеют меньшую доходность, более высокий отток активов, меньшие размеры и более высокий размер комиссионных платежей по сравнению с фондами, которые их поглощают. Также авторы показывают, что доходность поглощающего фонда падает в первые несколько лет после совершения сделки. Аналогичные результаты были получены и в более поздних статьях [Zhao, 2005; Ding, 2006].

Ликвидированные фонды обладают малыми размерами и возрастом по сравнению с поглощенными фондами [Zhao, 2005; Ding, 2006]. Согласно результатам статьи Жао [Zhao, 2005], ликвидированные фонды также имеют низкую доходность и высокий отток активов в течение последних нескольких лет жизни. Таким образом, управляющие компании стремятся сохранить пайщиков, прибегая к процедуре слияния по отношению к большим фондам и прибегая к ликвидации в случае с малыми фондами.

В своем недавнем исследовании Шлангер и Филлипс [Schlanger, Phillips, 2013] получили схожие с ранними исследованиями результаты. Основным результатом статьи стал тот факт, что поглощение фонда не увеличивает вероятность его пайщиков получить высокую доходность в объединенном фонде. Авторы предостерегают от инвестирования в фонды, которые могут быть закрыты.

В настоящей статье мы исследуем все формы закрытия фондов внутри семьи. В отличие от существующей литературы, в нашей статье проводится прямой сравнительный анализ между закрывающимися и выживающими фондами. Отличием нашего исследования также является применение процедуры мэтчинга: для каждого ликвидированного или поглощенного фонда мы находим все похожие на него по инвестиционному стилю и размеру активов выжившие фонды внутри той же управляющей компании. Это позволяет нам уменьшить эффект от возможного наличия эндогенности. Еще одной особенностью нашей статьи является анализ ликвидаций управляющих компаний.

Согласно результатам нашего исследования, все закрывающиеся фонды обладают малыми размерами, низкой доходностью и высоким оттоком активов в последние годы жизни по сравнению с выжившими фондами. В то же время мы выявили ряд отличий между ликвидированными и поглощенными фондами. Так, медианный ликвидированный фонд обладает в четыре раза меньшими размерами по СЧА по сравнению с поглощенным фондом. Помимо этого, ликвидированные фонды обладают меньшим возрастом и размером комиссионных платежей, более высокой доходностью относительно поглощенных фондов в течение последних нескольких лет жизни. Данные результаты полностью согласуются с результатами существующих статей.

В нашей работе было также рассмотрено еще одно стратегическое решение управляющей компании: закрытие всего бизнеса. Согласно результатам, подобное решение при-

нимается очень малыми по размеру активов управляющими компаниями. Медианная ликвидируемая УК содержит единственный фонд с совокупной стоимостью активов 10 млн долл. В рамках регрессионного анализа было выявлено, что размер активов под управлением в УК, годовой приток чистых активов и размер комиссионных платежей значимо и отрицательно влияют на вероятность ликвидации всей УК. При этом высокому оттоку активов в течение последнего года предшествует низкая относительная доходность за год до ликвидации.

Статья структурирована следующим образом. В разделе 1 представлено описание базы данных и основных переменных, использованных в анализе. Раздел 2 содержит сравнительный анализ для всех групп фондов. В разделе 3 мы представили регрессионный анализ. Раздел 4 включает в себя анализ ликвидации всей управляющей компании, пятый раздел – заключение.

1. Данные

В рамках настоящего исследования мы воспользовались известной базой данных CRSP Survivor-Bias-Free US Mutual Fund Database по открытым паевым фондам США. Эта база данных считается одной из самых крупных. Она содержит в себе информацию об имени фонда, его принадлежности управляющей компании, месячные данные по доходности и стоимости чистых активов под управлением, годовые данные по размеру комиссионных платежей и обороту портфеля фонда, индикатор поглощения и ликвидации и т.д.

Изначально база CRSP представляет собой панельные данные не по самим фондам (портфелям), а по их классам. Классами одного фонда принято называть разделение фонда на пакеты паев с разными комиссионными издержками, относящиеся к одному портфелю активов. Мы агрегировали все переменные по классам фондов до уровня фондов, используя метод взвешивания по СЧА. Таким образом, была получена квартальная база данных по открытым фондам в виде панельных данных, охватывающая период с I квартала 1999 г. по III квартал 2012 г.

Для исследования ликвидированных семей мы агрегировали данные по фондам до уровня управляющих компаний методом взвешивания по СЧА. Таким образом, была получена квартальная база данных для управляющих компаний, которая включает в себя: СЧА УК, количество фондов, доходность, приток чистых активов, размер комиссионных платежей.

Агрегированная база включает в себя данные по 18116 фондам, принадлежащим 1230 управляющим компаниям. Всего в нашей выборке содержится 1547 поглощений фондов внутри семьи, 1143 ликвидации внутри выжившей УК и 199 ликвидаций внутри ликвидируемой УК. Эти 199 ликвидированных фондов соответствуют 143 ликвидациям на уровне семьи.

Динамика количества фондов, ликвидаций и поглощений представлены на рис. 1. Как можно заметить, в кризисный период 2008–2009 гг. количество ликвидаций и поглощений резко возросло.

Распределение фондов по стилям представлено в табл. 1. В базе данных CRSP имеется специальная переменная, отвечающая за инвестиционный стиль фонда. Переменная стиля имеет несколько уровней: первый уровень отвечает за тип фонда (акций, облигаций, смешанный и денежного рынка), второй уровень отвечает за структуру портфеля

(США, иностранные активы, муниципальные облигации и т.д.), третий уровень описывает инвестиционную стратегию фонда (региональные бумаги, секторные, дюрация и т.д.) и т.д. Используя эту переменную, фонды можно условно разбить на фонды с широкими и узкими стилями. К широким стилям мы относим, к примеру, стиль «Акции США», в то время как к узким стилям относятся фонды, инвестирующие в узкий круг бумаг, например «Облигации корпоративные, дюрация короткая».

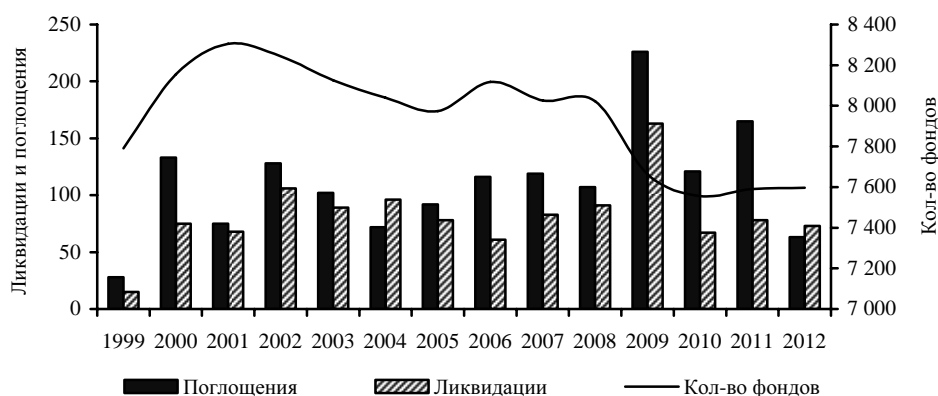


Рис. 1. Динамика количества фондов, ликвидаций и поглощений, 1999–2012 гг.

Таблица 1.

Распределение фондов по стилям

	Ликвидированные фонды		Поглощенные фонды		Всего фондов на 2008 г.	
	количество	доля, %	количество	доля, %	количество	доля, %
Стили:						
облигаций	268	24,3	450	29,8	2449	30,1
акций	742	67,2	910	60,3	4854	59,7
смешанный	95	8,6	149	9,9	827	10,2
Всего	1105	100	1509	100	8130	100

Мы ограничили выборку наших фондов, оставив лишь наблюдения по тем фондам, чей возраст превышает 12 кварталов. Более того, мы также выбросили из выборки те фонды, чья стоимость чистых активов не превосходила 5 млн долл. Это было сделано с целью минимизации смещения в характеристиках фондов, связанных с инкубационным периодом [Evans, 2010].

Мы используем в своей работе доходность, скорректированную на риск, или «альфу». Следуя методологии Шарпа [Sharpe, 1964], мы оцениваем однофакторную CAPM альфу для каждого фонда акций, используя следующую спецификацию:

$$(1) \quad r_{it} - r_t^f = \alpha_{it} + \beta_{it} (r_t^M - r_t^f) + \varepsilon_{it},$$

где r_{it} – месячная доходность фонда; r_t^f – месячная безрисковая доходность по казначейским облигациям; r_t^M – средневзвешенная доходность всех акций на рынках NYSE/AMEX/NASDAQ. Для фондов облигаций оценка альфы производится аналогично, однако в качестве рыночного фактора берется средневзвешенная месячная доходность корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом. Для этого мы воспользовались индексом BofA Merrill Lynch US Corp Master Total Return Index Value. Изначально этот индекс представляет собой аккумулированную доходность, из которой была получена ежемесячная доходность. Альфа оценивается на месячных данных на 36-месячном движущемся окне.

В табл. 2 приведена подробная описательная статистика выборки на уровне фондов и на уровне управляющих компаний.

Таблица 2.

Описательная статистика

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Уровень фондов								
СЧА, млн долл.	1388	244	5571	16	75	832	5408	321666
Доходность годовая, %	5,1	4,9	18,2	-28,7	0,2	13,4	32,2	287256
Доходность годовая, корректировка на стиль, %	0,0	0,0	9,3	-11,7	-2,3	2,4	12,4	284449
Альфа однофакторная, годовая, %	0,5	-0,2	6,2	-7,7	-1,8	2,2	11,4	284336
Приток годовой, %	7,2	-4,1	86,0	-35,9	-14,9	12,0	73,7	271017
Приток годовой, корректировка на стиль, %	8,6	-1,5	78,8	-33,9	-12,4	13,1	72,4	268892
Возраст, кварталы	54	45	40	15	27	68	118	336239
Комиссионные платежи годовые, %	1,20	0,95	46,25	0,20	0,61	1,31	1,97	216890
Количество классов	3	2	2	1	1	4	6	336369
Оборот годовой, %	96	56	169	7	26	109	290	263471
Уровень УК								
СЧА УК, млн долл.	15048	255	81761	3	30	2384	68591	31288
Доходность годовая, %	5,2	5,2	21,0	-29,4	-3,8	14,4	36,0	26522
Приток годовой, %	108,1	1,6	4543,3	-30,1	-8,9	19,7	132,5	25749
Комиссионные платежи годовые, %	1,43	1,21	2,68	0,47	0,91	1,56	2,42	28674

2. Сравнительный анализ

В настоящем разделе мы пытаемся выявить основные сходства и различия между поглощенными, ликвидированными и выжившими фондами. В каждый момент времени семья может принять решение ликвидировать или поглотить тот или иной фонд. При этом основная сложность сравнительного анализа заключается в том, что каждый фонд имеет свой инвестиционный стиль. Для решения данной проблемы мы воспользовались процедурой мэтчинга. Для каждого поглощенного внутри семьи фонда мы ищем все возможные фонды с похожим инвестиционным стилем внутри данной семьи, которым удалось выжить в данный момент времени. Как уже отмечалось выше, фонды могут иметь широкие и узкие стили. Если поглощаемый фонд имеет узкий стиль, то мы подбираем ему все фонды с аналогичным узким стилем. Если поглощаемый фонд имеет широкий стиль, скажем «Fixed Income», мы ставим ему в соответствие все фонды узкой и широкой направленности, относящиеся к данной категории.

После того, как мы нашли все выжившие фонды, схожие с поглощенным, объединяем их в одну группу. При этом если в семье поглотились одновременно два фонда с похожими стилями, то мы считаем эти события независимыми, и каждый из этих фондов помещаем в разные группы. В этом случае в каждую из этих групп попадут одни и те же похожие на них выжившие фонды.

Таким образом, в каждой такой группе у нас оказался ровно один поглощенный фонд и все выжившие в данный момент времени фонды с похожими инвестиционными стилями, относящиеся к данной семье. Для того чтобы провести сравнение между поглощенными и выжившими фондами, мы находим медианное значение каждой из характеристик по всем выжившим фондам внутри данной группы. Затем проводим сравнение по медианным значениям поглощенных фондов и медианным значениям полученных медиан выживших фондов по каждой характеристике.

2.1. Поглощенные и выжившие фонды

Результаты сравнительного анализа выживших и поглощенных внутри семьи фондов приведены в табл. 3. Таблица разбита на блоки, соответствующие отдельным характеристикам. По каждой характеристике мы проводим сравнение фондов отдельно в момент поглощения, а также за один и за два года до поглощения. При этом в расчет каждой статистики допускались только те пары, по которым доступны оба наблюдения: по поглощенному и по выжившему фонду. В качестве характеристик были взяты: СЧА, оборот портфеля, комиссионные платежи, возраст, количество классов паев, годовой приток активов, скорректированный на стиль фонда годовой приток активов, годовая доходность, скорректированная на стиль годовая доходность и однофакторная альфа. Все данные по доходностям и притоку активов представлены в годовом выражении. По каждому году относительно поглощения для сравнения поглощенных и выживших был проведен медианный точный тест Фишера, где нулевой гипотезой является равенство медиан.

Полученные результаты говорят о том, что поглощаемые фонды обладают гораздо меньшими размерами по стоимости чистых активов под управлением. Так, на момент поглощения медианный размер активов поглощенного фонда составляет 92 млн долл., в то время как медианный размер выжившего фонда составляет 301 млн долл. Разница в

размерах СЧА является статистически значимой. Схожее соотношение в размерах сохраняется все последние три года до поглощения.

Следующим критерием сравнения является оборот портфеля. Во все три года оборот поглощенного фонда превышает оборот выжившего. Согласно тесту Фишера, обороты фондов статистически значимо отличаются за один и за два года до поглощения. Таким образом, можно утверждать, что активно управляющиеся фонды далеко не всегда лучше своих пассивных собратьев.

Таблица 3.

Сравнение поглощенных и выживших фондов

	Медианы		
	Годы относительно поглощения		
	-2	-1	0
СЧА, млн долл.			
Поглощенные	134,6	117,7	92,4
Выжившие	294,7	290,0	301,6
N	686	757	788
P-value	0,00	0,00	0,00
Оборот, доля от СЧА в год			
Поглощенные	0,65	0,62	0,67
Выжившие	0,57	0,56	0,58
N	608	652	671
P-value	0,02	0,04	0,10
Комиссионные платежи, % от СЧА в год			
Поглощенные	1,14	1,14	1,16
Выжившие	1,02	0,99	0,98
N	436	456	503
P-value	0,00	0,00	0,00
Возраст, кварталы			
Поглощенные	39	41	45
Выжившие	42	44	47
N	689	767	788
P-value	0,12	0,31	0,27
Количество классов			
Поглощенные	3	3	3
Выжившие	3	3	3
N	689	767	788
P-value	0,74	0,30	0,10

Окончание табл. 3.

	Медианы		
	Годы относительно поглощения		
	-2	-1	0
Доходность, % в год			
Поглощенные	3,24	3,79	4,84
Выжившие	4,13	5,09	5,03
N	597	661	724
P-value	0,11	0,06	0,88
Доходность, корректировка на стиль, % в год			
Поглощенные	-0,76	-0,75	-0,45
Выжившие	-0,02	-0,11	-0,01
N	592	660	724
P-value	0,00	0,00	0,00
Однофакторная альфа, % в год			
Поглощенные	-1,23	-1,40	-1,12
Выжившие	-0,49	-0,54	-0,53
N	565	646	683
P-value	0,00	0,00	0,00
Приток активов, % в год			
Поглощенные	-10,32	-12,21	-15,90
Выжившие	-3,39	-5,59	-7,26
N	574	652	718
P-value	0,00	0,00	0,00
Приток активов, корректировка на стиль, % в год			
Поглощенные	-7,04	-8,95	-12,86
Выжившие	-0,22	-1,92	-3,35
N	573	651	718
P-value	0,00	0,00	0,00

Еще одной важной характеристикой фонда является размер комиссионных платежей. Медианное значение комиссионных платежей поглощенных фондов на момент поглощения составляет 1,16% годовых, что статистически значимо отличается от медианного показателя выживших фондов – 0,98% годовых.

Медианный поглощенный фонд имеет возраст 45 кварталов в момент поглощения, не отличаясь значимо от выживающих фондов. По количеству классов паев мы также не выявили никаких отличий.

Сравнивая показатели притока чистых активов в фонд, мы видим, что выжившие фонды были гораздо более успешны. В последний год жизни медианный поглощенный фонд испытывает отток в 15,9% от СЧА, в то время как выживающий фонд испытывает вдвое меньше, 7,3% годовых. Как видно из полученных результатов, поглощаемые фонды испытывают огромный отток средств в течение всех трех лет перед поглощением, статистически значимо отличаясь от выживающих фондов. Результаты полностью подтверждаются и показателем годового притока активов, скорректированным на стиль.

Последний ряд показателей сравнительного анализа отражает доходность фонда. По годовой доходности пайщики выживающих фондов с доходностью в 5,0% лишь ненамного выигрывают у пайщиков поглощаемых фондов с доходностью в 4,8%. Однако для всех трех лет различие остается статистически незначимым на пятипроцентном уровне значимости. В то же время статистически значимую разницу выявляет годовая доходность, скорректированная на стиль фонда. Согласно этому показателю, доходность выживших фондов превышает доходность поглощенных в течение всех трех последних лет жизни. Сравнение однофакторных альф подтверждает эти результаты: доходность поглощенных фондов статистически значимо уступает доходности выживших, -0,59% годовых против -0,01% годовых.

2.2. Ликвидированные и выжившие фонды

Перейдем к сравнительному анализу ликвидированных и выживших фондов. Как и в случае с поглощенными фондами, мы группируем ликвидированные фонды вместе со всеми выжившими фондами с таким же инвестиционным стилем внутри данной семьи в данный момент времени.

Как видно из табл. 4, ликвидированные фонды обладают крайне малыми размерами по стоимости чистых активов под управлением. Так, за год до ликвидации медианный фонд имеет 37 млн долл., в то время как медианный выживший фонд с тем же стилем имеет 302 млн долл. Разница в размерах для всех трех лет статистически значима.

Ликвидированные фонды обладают большим оборотом портфеля. Так, на момент ликвидации медианный оборот ликвидированного портфеля составляет 78% от стоимости активов под управлением, в то время как этот показатель для выжившего фонда равен 66%. Как и в случае с поглощенными фондами, повышенный оборот портфеля ликвидированных фондов может быть связан с так называемым понятием «window dressing» – намеренным изменением состава портфеля управляющим менеджером непосредственно перед составлением отчетности. По размеру комиссионных платежей значимых различий не обнаружено.

Медианный ликвидированный фонд статистически значимо моложе выживающих фондов, 35 против 49 в момент ликвидации. В то же время ликвидированные фонды обладают в медиане всего одним классом паев. Данные результаты полностью согласуются с более ранними исследованиями.

Следующей характеристикой сравнения является годовой приток чистых активов. Согласно полученным результатам, ликвидированные фонды испытывают огромный отток средств на протяжении всех трех лет до момента поглощения, равный 12% за предпоследний год. В то же время медианный выживший фонд испытывает отток в 7% годовых. Показатели фондов статистически значимо отличаются для всех трех лет. Данные

результаты также подтверждаются сравнением скорректированных на стиль притоков активов. По-прежнему ликвидированные фонды сильно уступают выжившим в течение всего рассматриваемого периода. Интересно отметить, что, американские фонды продолжают существовать на протяжении долгого периода времени, несмотря на огромный отток средств. Это может объясняться тем, что размеры ликвидируемых фондов позволяют получать положительную прибыль для УК даже после значительных оттоков.

Таблица 4.

Сравнение ликвидированных и выживших фондов

	Медианы		
	Годы относительно ликвидации		
	-2	-1	0
СЧА, млн долл.			
Ликвидированные	42,9	37,4	21,8
Выжившие	290,6	302,6	265,8
N	396	432	409
P-value	0,00	0,00	0,00
Оборот, доля от СЧА в год			
Ликвидированные	0,69	0,82	0,78
Выжившие	0,68	0,67	0,66
N	260	280	278
P-value	0,79	0,02	0,05
Комиссионные платежи, % от СЧА в год			
Ликвидированные	0,84	0,85	0,85
Выжившие	0,97	0,96	0,92
N	275	287	296
P-value	0,09	0,18	0,37
Возраст, кварталы			
Ликвидированные	27	31	35
Выжившие	42	45	49
N	399	435	437
P-value	0,00	0,00	0,00
Количество классов			
Ликвидированные	1	1	1
Выжившие	2	2	2
N	399	435	437
P-value	0,00	0,00	0,00

Окончание табл. 4.

	Медианы		
	Годы относительно ликвидации		
	-2	-1	0
Доходность, % в год			
Ликвидированные	1,28	1,48	1,77
Выжившие	2,37	2,64	2,91
N	331	384	408
P-value	0,21	0,28	0,04
Доходность, корректировка на стиль, % в год			
Ликвидированные	-0,38	-0,23	-0,50
Выжившие	0,05	-0,02	-0,02
N	324	382	408
P-value	0,00	0,01	0,00
Однофакторная альфа, % в год			
Ликвидированные	-0,75	-0,62	-0,63
Выжившие	-0,35	-0,24	-0,28
N	301	369	390
P-value	0,00	0,04	0,01
Приток активов, % в год			
Ликвидированные	-11,01	-12,04	-26,52
Выжившие	-5,13	-6,75	-8,87
N	307	376	339
P-value	0,01	0,00	0,00
Приток активов, корректировка на стиль, % в год			
Ликвидированные	-7,63	-7,45	-23,60
Выжившие	-1,38	-2,53	-4,68
N	301	374	339
P-value	0,00	0,00	0,00

Заключительным критерием сравнения являются показатели доходности. По годовой доходности фонды отличаются значимо лишь в последний год жизни ликвидированных фондов. Сравнение по скорректированной на стиль доходности выявляет различие между фондами на протяжении всех трех лет. Так, на момент ликвидации скорректированная доходность выживших фондов составляет -0,02%, что говорит о том, что выжившие фонды соответствуют медианному по всему стилю во всей индустрии. В это же время скорректированная доходность ликвидированных фондов составляет -0,5%. Однофакторная альфа дает схожие результаты, -0,39% против -0,03%.

2.3. Ликвидированные и поглощенные фонды

До настоящего момента мы обсуждали вопрос о том, чем отличаются ликвидированные и поглощенные фонды от остальных фондов данной семьи. Таким образом, мы имеем некоторое представление о том, какие фонды управляющая компания выбирает для закрытия. Однако, принимая подобное решение, ей также необходимо определиться с тем, каким именно образом производить данную процедуру: путем ликвидации или поглощения.

В этой части нашей работы мы приводим сравнительный анализ ликвидированных и поглощенных фондов. К сожалению, в данном случае у нас нет возможности сгруппировать их по стилю, дате и семье, как это было сделано ранее. В связи с этим мы проводим сравнение этих двух групп фондов среди всех семей в разные моменты времени. В данном случае выборка несколько отличается от той, что была в предыдущем разделе, так как здесь мы не ограничиваем наши семьи теми, в которых непременно существует похожий по стилю выживший фонд³.

В табл. 5 представлены результаты сравнения ликвидированных и поглощенных фондов. Как видно из таблицы, поглощаемые фонды отличаются гораздо большей стоимостью чистых активов под управлением. Это свидетельствует о том, что управляющие компании не склонны ликвидировать большие фонды, независимо от их доходности и притока активов. Даже очень плохие фонды с большим количеством пайщиков УК склонны не ликвидировать, а сливать с уже существующими фондами. В то же самое время малые по размеру и плохие по доходности фонды, которые также обладают низким уровнем комиссионных платежей, могут быть экономически не выгодны управляющей компании, поэтому их паи полностью выкупаются.

Поглощенные фонды статистически значимо отличаются более высоким уровнем комиссионных платежей. Наряду с низким уровнем стоимости чистых активов под управлением ликвидируемых фондов это может говорить о том, что управляющим компаниям экономически не выгодно содержать ликвидируемые фонды. Более того, их низкая прибыль для компании может являться недостаточной для покрытия потенциальных издержек, связанных с поглощением.

Как видно из полученных результатов, ликвидируемые фонды характеризуются более высоким оттоком активов в последний год жизни. Это может объясняться тем фактом, что о ликвидации фонда было объявлено заранее, и в последний год жизни фонда паи активно выкупались у пайщиков. Это замечание подтверждается сравнением доходностей ликвидированных и поглощенных фондов в последний год жизни. Согласно оценкам медианных альф, ликвидируемые фонды статистически значимо лучше поглощенных фондов. Таким образом, нет причин полагать, что более высокий отток средств в последний год жизни ликвидируемых фондов может быть связан с доходностью пайщиков.

Таким образом, мы видим, что ликвидируемые фонды не уступают поглощаемым фондам по доходности и чистому притоку активов во все периоды, кроме последнего года жизни. Это говорит о том, что, с точки зрения пайщиков, ликвидируемые фонды являются не худшей альтернативой. Тем не менее эти фонды характеризуются малыми разме-

³ В данный анализ вошли 530 ликвидированных и 982 поглощенных фонда.

рами и низкими комиссионными платежами, что делает их менее прибыльными с точки зрения управляющей компании. Обращая внимание на наличие весомых издержек, связанных с поглощением фондов, управляющей компании может оказаться невыгодным осуществление подобных мероприятий для малых плохих фондов, каковыми являются ликвидируемые.

Таблица 5.

Сравнение ликвидированных и поглощенных фондов

	Медианы		
	Годы относительно закрытия		
	-2	-1	0
СЧА, млн долл.			
Ликвидированные	42,5	36,0	20,3
Поглощенные	130,7	110,3	88,5
P-value	0,00	0,00	0,00
Оборот, доля от СЧА в год			
Ликвидированные	0,67	0,76	0,72
Поглощенные	0,69	0,67	0,72
P-value	0,79	0,10	0,95
Комиссионные платежи, % от СЧА в год			
Ликвидированные	0,86	0,89	0,86
Поглощенные	1,19	1,17	1,18
P-value	0,00	0,00	0,00
Возраст, кварталы			
Ликвидированные	25	29	33
Поглощенные	39	42	46
P-value	0,00	0,00	0,00
Количество классов			
Ликвидированные	1	1	1
Поглощенные	3	3	3
P-value	0,00	0,00	0,00
Доходность, % в год			
Ликвидированные	1,81	1,79	1,59
Поглощенные	3,30	3,90	4,84
P-value	0,00	0,00	0,00

Окончание табл. 5.

	Медианы		
	Годы относительно закрытия		
	-2	-1	0
Доходность, корректировка на стиль, % в год			
Ликвидированные	-0,39	-0,29	-0,77
Поглощенные	-0,88	-0,81	-0,53
P-value	0,02	0,00	0,58
Однофакторная альфа, % в год			
Ликвидированные	-0,74	-0,66	-0,70
Поглощенные	-1,27	-1,42	-1,31
P-value	0,00	0,00	0,00
Приток активов, % в год			
Ликвидированные	-8,79	-11,40	-26,11
Поглощенные	-10,88	-12,53	-16,32
P-value	0,38	0,52	0,00
Приток активов, корректировка на стиль, % в год			
Ликвидированные	-6,70	-6,95	-23,61
Поглощенные	-7,61	-9,61	-13,23
P-value	0,53	0,03	0,00

3. Регрессионный анализ

В настоящем разделе мы пытаемся выявить основные факторы, влияющие на вероятность поглощения или ликвидации фонда. С этой целью мы вновь используем сгруппированные данные, где в каждой группе находится ровно один поглощенный или ликвидированный фонд. Остальные фонды в группе – выжившие в данный момент времени, относящиеся к данной семье и имеющие тот же стиль, что и наш фонд.

Мы оцениваем следующую линейную модель с фиксированными эффектами по группе для выявления факторов, влияющих на вероятность поглощения фонда внутри семьи:

$$(2) \quad Merger_{gi} = \alpha + \theta_g + X'_{gi}\Gamma + \varepsilon_{gi},$$

где $Merger_{gi}$ равна единице, если фонд i поглотился, будучи схожим по стилю со всеми выжившими фондами из группы g ; нулю – иначе; θ_g – фиксированные эффекты группы g . Набор объясняющих переменных X_{gi} является лагированным на один год относительно статуса поглощения и включает в себя: логарифм размера фонда, годовой приток активов,

годовую доходность, общий риск портфеля (24-месячное стандартное отклонение доходности), годовой размер комиссионных платежей, годовой размер оборота портфеля, индикатор индексного фонда, индикатор налогооблагаемости фонда, возраст фонда в кварталах, квадрат возраста, количество классов паев фонда, индикатор обобщенности стиля фонда (равен единице, если стиль данного фонда является широким, нулю – иначе). Ввиду того, что переменные комиссионных издержек и оборота содержат в себе множество пропусков, мы дополнили пропуски средними значениями по индустрии. Соответствующие дамми-переменные были добавлены в регрессию. Оценка проводилась методом *within* по группе со стандартными ошибками, кластеризованными по семье. Модель была оценена для всей выборки, подвыборки фондов акций и подвыборки фондов облигаций.

Таблица 6.

**Выявление факторов,
влияющих на вероятность поглощения фонда**

	(1)	(2)	(3)
Log(СЧА)	-0,0331*** (-6,52)	-0,0387*** (-7,76)	-0,0288*** (-4,85)
Приток активов, год	-0,0748*** (-5,25)	-0,0956*** (-5,85)	-0,0422*** (-3,33)
Доходность, год	-0,245*** (-3,61)	-0,221*** (-3,05)	-0,160 (-1,36)
Рыночный риск	0,516 (1,39)	0,456 (1,11)	0,463 (0,87)
Комиссионные издержки	3,429 (1,56)	6,511** (2,36)	-2,898 (-1,20)
Комиссионные издержки, дамми	0,00798 (0,78)	0,00334 (0,26)	0,000613 (0,04)
Оборот	0,00993* (1,75)	0,00237 (0,35)	0,0101 (1,08)
Оборот, дамми	-0,0181 (-1,17)	-0,0388* (-1,78)	-0,0169 (-0,90)
Индексный фонд, дамми	-0,0186 (-0,93)	-0,0181 (-0,85)	-0,0305 (-1,51)
Налогооблагаемость, дамми	0,0663*** (4,95)		0,0539*** (4,04)
Возраст	0,000515*** (2,85)	0,00110*** (4,34)	-0,000516 (-1,02)
Возраст в квадрате	-1.20e-06** (-2,03)	-2.88e-06*** (-3,82)	2.44e-06 (0,81)
Количество классов	-0,00119 (-0,31)	-0,00186 (-0,36)	-0,00226 (-0,86)

Окончание табл. 6.

	(1)	(2)	(3)
Широкий стиль, дамми	0,0670*** (5,38)	0,107*** (4,74)	0,0693*** (4,29)
Constant	0,124*** (3,58)	0,175*** (3,84)	0,204*** (4,74)
Выборка	Все фонды	Фонды акций	Фонды облигаций
Количество наблюдений	9,873	5,228	4,279
R ²	0,057	0,069	0,052
Количество групп	915	542	295

Примечание: *** – $p < 0,01$, ** – $p < 0,05$, * – $p < 0,1$.

Согласно результатам оценивания на всей выборке, на вероятность поглощения отрицательно и статистически значимо влияют: размер фонда ($t\text{-stat} = -6,5$), приток чистых активов ($t\text{-stat} = -5,3$) и доходность ($t\text{-stat} = -3,6$). Среди значимых и положительных факторов: налогооблагаемость ($t\text{-stat} = 4,9$), возраст фонда ($t\text{-stat} = 2,8$) и обобщенность стиля ($t\text{-stat} = 5,4$). Уменьшение логарифма СЧА на одно стандартное отклонение увеличивает вероятность поглощения на 5 п.п., аналогичные показатели для притока чистых активов и доходности равны соответственно 2,4 п.п. и 0,4 п.п.

Таблица 7.

**Выявление факторов,
влияющих на вероятность ликвидации фонда**

	(1)	(2)	(3)
Log(СЧА)	-0,0546*** (-7,41)	-0,0687*** (-7,13)	-0,0362*** (-3,46)
Приток активов, год	-0,0530*** (-3,21)	-0,0519** (-2,22)	-0,0596*** (-2,67)
Доходность, год	-0,160** (-2,59)	-0,111 (-1,41)	-0,268 (-1,59)
Рыночный риск	-0,437 (-1,04)	-0,417 (-0,85)	0,0410 (0,035)
Комиссионные издержки	-5,157* (-1,92)	-5,066 (-1,37)	-4,327 (-1,27)
Комиссионные издержки, дамми	0,00654 (0,36)	0,0181 (1,05)	-0,0226 (-0,56)
Оборот	-0,00459 (-0,55)	-0,0122 (-0,87)	-0,00960 (-0,87)

Окончание табл. 7.

	(1)	(2)	(3)
Оборот, дамми	-0,0196 (-0,91)	-0,0274 (-0,60)	-0,0301 (-1,31)
Индексный фонд, дамми	0,0238 (0,66)	0,0169 (0,44)	0,0714 (1,04)
Налогооблагаемость, дамми	0,0831*** (4,48)		0,0751*** (3,60)
Возраст	-0,000576 (-1,22)	-0,000190 (-0,29)	-0,000813 (-1,12)
Возраст в квадрате	2.02e-06 (1,45)	1.03e-06 (0,52)	3.03e-06 (1,08)
Количество классов	-0,00258 (-0,64)	0,00184 (0,33)	-0,00727 (-1,49)
Constant	0,442*** (8,29)	0,565*** (6,53)	0,384*** (6,54)
Выборка	Все фонды	Фонды акций	Фонды облигаций
Количество наблюдений	4,181	2,099	1,849
R ²	0,104	0,145	0,069
Количество групп	504	263	199

Примечание: *** - $p < 0,01$, ** - $p < 0,05$, * - $p < 0,1$.

Использование различных подвыборок фондов акций и облигаций дают слегка различающиеся результаты. Такие факторы, как размер фонда, приток активов и обобщенность стиля, значимы с тем же знаком на обеих подвыборках. При этом оценки коэффициентов выше по модулю для фондов акций. В то же самое время некоторые переменные перестают быть значимыми для фондов облигаций. Таковыми являются годовая доходность, размер комиссионных платежей и возраст фондов. Переменная налогооблагаемости актуальна только для фондов облигаций, инвестирующих в муниципальные облигации, поэтому оценка этого фактора отсутствует для фондов акций.

Следующим шагом является выявление факторов, влияющих на вероятность ликвидации фондов. Мы вновь воспользовались здесь построенными группами для ликвидированных фондов и линейной моделью с фиксированными эффектами:

$$(3) \quad Liquidation_{gi} = \alpha + \theta_g + X'_{gi}\Gamma + \varepsilon_{gi},$$

где $Liquidation_{gi}$ равна единице, если фонд i ликвидировался, будучи схожим по стилю со всеми выжившими фондами из группы g ; нулю - иначе; θ_g - фиксированные эффекты

группы *g*. Набор объясняющих переменных и метод оценивания аналогичны тому, что были использованы для выборки поглощенных фондов.

Регрессионный анализ на всей выборке позволил выявить лишь четыре значимых на пятипроцентном уровне значимости фактора: размер фонда ($t\text{-stat} = -7,4$), приток чистых активов $t\text{-stat} = -3,2$), доходность ($t\text{-stat} = -2,6$) и налогооблагаемость ($t\text{-stat} = 4,5$). Существенных различий оценок на подвыборках фондов акций и облигаций выявлено не было. Интересно отметить, что ни для фондов акций, ни для фондов облигаций фактор доходности фондов не оказался значимым. Уменьшение логарифма СЧА на одно стандартное отклонение увеличивает вероятность ликвидации на 8,7 п.п., аналогичные показатели для притока активов и доходности равны соответственно 1,7 п.п. и 2,6 п.п.

4. Ликвидация УК

В данном разделе мы переходим к рассмотрению ликвидаций, связанных с ликвидацией всей управляющей компании. Наша выборка включает в себя 199 ликвидированных фондов, относящихся к 143 случаям ликвидаций на уровне управляющей компании. Мы начинаем с описательной статистики, представленной в табл. 8⁴.

Таблица 8.

Сравнение ликвидированных и выживших УК

		Годы относительно ликвидации					
		-2		-1		0	
		медиана	N	медиана	N	медиана	N
СЧА, млн долл.	Ликвидированные	12,1	96	10,1	120	3,8	126
	Выжившие	333,8	22765	297,6	26699	258,3	31162
	P-value	0,00		0,00		0,00	
Доходность годовая, %	Ликвидированные	1,75	74	4,31	94	1,18	115
	Выжившие	5,56	19412	5,76	22608	5,23	26407
	P-value	0,01		0,61		0,00	
Приток активов годовой, %	Ликвидированные	-0,40	74	-4,44	92	-18,23	101
	Выжившие	2,36	18886	2,04	21961	1,64	25648
	P-value	0,42		0,25		0,00	
Комиссионные платежи годовые, %	Ликвидированные	1,50	80	1,55	101	1,50	109
	Выжившие	1,19	21177	1,20	24632	1,20	28565
	P-value	0,00		0,00		0,00	
Количество фондов	Ликвидированные	1	101	1	123	1	143
	Выжившие	3	23852	3	27989	3	32704
	P-value	0,00		0,00		0,00	

⁴ Ввиду того, что данная группа ликвидированных фондов обладает малой СЧА, мы снимаем ограничение по размеру фондов.

В табл. 8⁵ мы проводим сравнительный анализ между ликвидированными и выжившими УК в разные годы относительно даты ликвидации. Согласно полученным результатам, медианная ликвидированная УК отличается чрезвычайно малыми размерами, имея лишь один фонд под управлением с совокупной СЧА 10,1 млн долл. за год до ликвидации. В то же время медианная выжившая УК имеет три фонда и около 300 млн долл. активов под управлением.

Сравнительный анализ доходности указывает на то, что ликвидированные УК статистически значимо уступают выжившим в последний год жизни: 1,18% против 5,23% годовых. Еще одной важной мерой сравнения является приток чистых активов. В течение последнего года ликвидированные УК испытывают сильный отток активов, значимо отличаясь от выживших УК: -18,2% против 1,6%.

Наконец, заключительным критерием сравнения является размер комиссионных платежей. Согласно результатам, в течение всех трех последних лет жизни ликвидированные УК имеют более высокий размер комиссионных платежей. Так, на момент ликвидации размер комиссионных платежей ликвидированных УК составляет 1,5% годовых от СЧА, в то время как размер комиссии в выживающих УК составляет лишь 1,2% годовых. Подобная разница в размере комиссии может быть напрямую связана с размерами самих управляющих компаний. Медианная ликвидированная УК отличается крайне малыми размерами, что не позволяет ей получить экономию от масштаба.

Для выявления факторов, влияющих на вероятность ликвидации управляющей компании, мы воспользовались регрессионным анализом. Объясняемая переменная равна единице, если УК ликвидируется в течение следующих четырех кварталов, нулю – иначе. В качестве объясняющих переменных были взяты: логарифм СЧА УК, годовая доходность УК, годовой приток активов в УК, размер комиссионных платежей, лагированные доходность и приток активов. Мы оцениваем предельные эффекты пробит-модели, взяв данные по УК на конец каждого года. Все стандартные ошибки кластеризованы на уровне года. Это позволяет учесть возможные кросс-корреляции, связанные с единичными макроэкономическими шоками. Результаты представлены в табл. 9.

В спецификациях (1) и (2) все переменные были взяты за соответствующий год. Данные спецификации отличаются лишь наличием годовых фиксированных эффектов. В спецификации (3) мы взяли лагированные на один год данные по доходности и притоку чистых активов. Спецификация (4) представляет собой проверку на робастность, в которой выборка была ограничена на те управляющие компании, совокупная стоимость чистых активов которых не превышает 250 млн долл., что составляет медиану для выборки, использованной в регрессии. Выбор такого ограничения объясняется малыми размерами ликвидированных УК.

Согласно полученным результатам, СЧА УК ($z = -9,5$), приток чистых активов ($z = -4,0$) и размер комиссионных платежей ($z = -3,6$) значимо и отрицательно влияют на вероятность УК быть ликвидированной в течение следующего года. Значимость указанных переменных сохраняется для всех спецификаций. Согласно спецификации (1), уменьшение логарифма СЧА УК на одно стандартное отклонение (2,73) от среднего значения приво-

⁵ Подобный сравнительный анализ следует проводить на ограниченной выборке с выбором похожих выживших пар (мэтчинг) для каждой ликвидированной УК. Однако мы ограничились сравнением с общей выборкой.

дит к росту вероятности ликвидации УК на 0,44%. Данный эффект является экономически значимым и составляет 33% от безусловной вероятности. Значения безусловной вероятности представлены внизу каждой спецификации. Уменьшение притока активов на одно стандартное отклонение (0,25) приводит к увеличению вероятности ликвидации УК на 0,09% (6% от безусловной вероятности). Уменьшения размера комиссионных платежей на одно стандартное отклонение (0,56%) приводит к росту вероятности быть ликвидированными на 0,1% (7% от безусловной вероятности)⁶.

Таблица 9.

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

	(1)	(2)	(3)	(4)
Log(СЧА УК) _t	-0,00162*** (-9,54)	-0,00224*** (-8,45)	-0,00197*** (-10,88)	-0,0143*** (-9,10)
Доходность УК, год _t	-0,00421* (-1,75)	0,00112 (0,71)		-0,0367** (-2,12)
Приток активов УК, год _t	-0,00338*** (-4,04)	-0,00502*** (-4,52)		-0,0262*** (-3,50)
Комиссионные платежи _t	-0,179*** (-3,61)	-0,219*** (-3,30)	-0,185*** (-3,20)	-1,185*** (-3,28)
Доходность УК, год _{t(t-1)}			-0,00715*** (-2,94)	
Приток активов УК, год _{t(t-1)}			-0,00158 (-0,76)	
Ограничения	Нет	Нет	Нет	Да
Годовая дамми	Да	Нет	Да	Да
Стандартные ошибки кластер.	Год	Год	Год	Год
Pseudo R ²	0,25	0,22	0,25	0,16
obs. P	0,0136	0,0136	0,0149	0,0292
pred. P	0,0013	0,0020	0,0017	0,0134
Observations	5,281	5,281	4,420	2,261

Примечание: *** – $p < 0,01$, ** – $p < 0,05$, * – $p < 0,1$.

Согласно спецификации (3), лагированная на один год годовая доходность также значимо и отрицательно влияет на вероятность быть ликвидированной. Уменьшение на

⁶ Результаты сравнительного анализа по комиссионным платежам отличаются от полученных в ходе регрессионного анализа. В регрессионном анализе мы контролируем на размер УК, что является определяющим критерием при сравнении размера комиссионных платежей больших и малых УК.

одно стандартное отклонение (0,18) от среднего приводит к росту вероятности на 0,13% (8% от безусловной вероятности).

Таким образом, ликвидированные УК отличаются крайне малыми размерами, испытывают трудности с низкой доходностью за один год до ликвидации, что приводит к резкому оттоку средств из них в последний год жизни. Данный результат хорошо согласуется с тем, что приток активов реагирует с задержкой на изменение в доходности [Berk, Green, 2004; Chevalier, Ellison, 1997; Sirri, Tufano, 1998].

Заключение

В настоящей работе мы рассмотрели все типы закрытия паевых фондов внутри управляющей компании. Они могут принимать две формы: поглощение и ликвидацию. При поглощении фонда внутри семьи поглощаемый фонд прекращает свое существование и все его активы переходят под управление поглощающего фонда, принадлежащего этой УК. При этом пайщикам свободно обменивают их старые паи на паи объединенного фонда. При ликвидации фонд прекращает свое существование, его активы распродаются на рынке, а оставшиеся средства возвращаются пайщикам. Ликвидация может применяться по отношению к конкретному фонду, либо ко всей управляющей компании.

Для выявления особенностей закрываемых фондов мы воспользовались процедурой мэтчинга. Для каждого ликвидированного или поглощенного фонда мы нашли все фонды внутри данной УК, похожие по инвестиционному стилю и размеру активов, и провели тщательный сравнительный анализ. Помимо этого, мы провели регрессионный анализ на выборке с подобранными парами, используя фиксированные эффекты по группе подобранных пар. Согласно результатам нашего исследования, все фонды, которые подвергаются процедуре закрытия внутри выжившей УК, обладают малыми размерами по сравнению с выжившими фондами. Помимо этого, жертвы обеих форм закрытий характеризуются плохой историей доходности и высоким уровнем оттока активов в течение последних нескольких лет.

Однако у двух форм закрытий существуют важные различия. Так, медианный ликвидированный фонд обладает в четыре раза меньшими размерами по СЧА по сравнению с поглощенным фондом. Помимо этого, ликвидированные фонды имеют меньший возраст и меньший размер комиссионных платежей. Поглощенные фонды демонстрируют более низкую скорректированную доходность в течение всех трех последних лет жизни, что может объяснять более высокий отток активов по сравнению с ликвидированными фондами.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что управляющие компании стремятся закрывать фонды, которые демонстрируют низкие показатели. Это позволяет им «очищать» историю своей компании от неудачно запущенных фондов. В зависимости от размера закрываемого фонда принимается решение о выборе той или иной формы закрытия.

В нашей работе было также рассмотрено еще одно стратегическое решение управляющей компании: закрытие всего бизнеса. Результаты свидетельствуют о том, что подобное решение принимается очень малыми по размеру активов управляющими компаниями. Медианная ликвидируемая УК содержит единственный фонд с совокупной стоимостью активов 10 млн долл. В рамках регрессионного анализа было выявлено, что раз-

мер активов под управлением в УК, годовой приток чистых активов и размер комиссионных платежей значимо и отрицательно влияют на вероятность ликвидации всей УК. При этом высокому оттоку активов в течение последнего года предшествует низкая относительная доходность за год до ликвидации.

Приложение.

Таблица П1.

Описательная статистика к регрессиям для поглощения фондов

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Поглощение, дамми	0,07	0,00	0,26	0,00	0,00	0,00	1,00	10399
Log(СЧА)	5,8	5,7	1,5	3,5	4,8	6,8	8,4	10399
Приток активов годовой	0,025	-0,054	0,322	-0,339	-0,151	0,112	0,663	10399
Доходность годовая	0,047	0,048	0,171	-0,289	0,001	0,139	0,319	10399
Рыночный риск	0,034	0,029	0,027	0,001	0,012	0,053	0,080	9918
Комиссионные издержки	0,0097	0,0095	0,0040	0,0030	0,0071	0,0123	0,0172	10399
Комиссионные издержки, дамми	0,3	0,0	0,5	0,0	0,0	1,0	1,0	10399
Оборот	0,73	0,62	0,60	0,08	0,26	0,99	1,89	10399
Оборот, дамми	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	1,0	10399
Индексный фонд, дамми	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	1,0	10399
Налогооблагаемость, дамми	0,7	1,0	0,5	0,0	0,0	1,0	1,0	10351
Возраст	61,8	54,0	43,5	16,0	31,0	79,0	132,0	10399
Возраст в квадрате	5711,0	2916,0	10856,1	256,0	961,0	6241,0	17424,0	10399
Количество классов	3,4	3,0	2,0	1,0	2,0	5,0	7,0	10399
Широкий стиль, дамми	0,4	0,0	0,5	0,0	0,0	1,0	1,0	10399

Таблица П2.

Описательная статистика к регрессиям для ликвидации фондов

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Ликвидация, дамми	0,09	0,00	0,29	0,00	0,00	0,00	1,00	4485
Log(СЧА)	5,7	5,7	1,6	2,9	4,6	6,8	8,3	4485
Приток активов годовой	-0,002	-0,069	0,323	-0,360	-0,174	0,069	0,554	4485
Доходность годовая	0,056	0,036	0,164	-0,243	0,002	0,145	0,320	4485
Рыночный риск	0,032	0,028	0,029	0,000	0,005	0,051	0,078	4213
Комиссионные издержки	0,0096	0,0096	0,0042	0,0027	0,0066	0,0122	0,0170	4485
Комиссионные издержки, дамми	0,3	0,0	0,5	0,0	0,0	1,0	1,0	4485
Оборот	0,87	0,90	0,69	0,12	0,42	1,05	1,98	4485
Оборот, дамми	0,3	0,0	0,5	0,0	0,0	1,0	1,0	4485
Индексный фонд, дамми	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0	4485
Налогооблагаемость, дамми	0,8	1,0	0,4	0,0	1,0	1,0	1,0	4451
Возраст	59,2	51,0	42,4	16,0	29,0	76,0	125,0	4485
Возраст в квадрате	5301,4	2601,0	10448,1	256,0	841,0	5776,0	15625,0	4485
Количество классов	3,0	2,0	2,0	1,0	1,0	4,0	6,0	4485

Таблица П3.

Описательная статистика к регрессиям для ликвидации УК

Переменная	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение	5%	25%	75%	95%	N
Log(СЧА УК)	6,17	6,02	2,73	2,08	4,05	8,10	11,12	5333
Доходность УК годовая, %	4,6	5,2	17,5	-29,3	-3,8	13,8	33,0	5333
Приток активов УК годовой, %	5,2	0,3	25,0	-27,8	-9,3	14,4	57,8	5333
Комиссионные платежи, %	1,26	1,18	0,56	0,50	0,91	1,50	2,25	5333

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- 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.
- Ding B.* Mutual Fund Mergers: A Long-term Analysis: Working Paper. 2006.
- Evans R.* Mutual Fund Incubations // Journal of Finance. 2010. 65. P. 1581–1611.
- Investment Company Fact Book.* 2014.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E.* An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual Fund Mergers // Journal of Finance. 2002. 57. P. 1215–1542.
- Sharpe W.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk // Journal of Finance. 1964. 19. P. 425–442.
- 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.
- Zhao X.* Exit Decision in the U.S. Mutual Fund Industry // Journal of Business. 2005. 78. P. 1365–1401.

Closing of Mutual Funds within Management Company

Inozemtsev Eduard¹, Simonov Andrey²

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

We analyze liquidations and mergers of mutual funds in the United States, the biggest mutual fund market in the world. As asset management industry grows, we have more of mergers and liquidations of mutual funds in the market place. We compare funds delisted within asset Management Company and survived funds within the same management company by using matching procedure. For each of the delisted funds we find all survived funds with similar investment style and Total Net Assets (TNA) within the same management company. We show that asset management companies liquidate relatively small funds by TNA with poor performance record and with large asset redemptions. Asset management companies tend to merge larger funds and liquidate smaller funds. Moreover, liquidated funds are younger and have smaller expense ratio comparing to merged funds. Our results emphasize the idea that asset management companies tend to clean out its performance record by closing underperforming funds.

We also analyze management company liquidations. Median liquidated management company consists of only one fund and has about \$10 million under management (as compared to median asset management company TNA of \$300 million). According to regression analysis, smaller size of TNA, lower yearly inflows (larger outflows), and smaller expense ratio are associated with higher probability for management company to be liquidated.

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

JEL Classification: G23, G33, G34.

* *

*

References

- 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.
- Ding B. (2006) *Mutual Fund Mergers: A Long-term Analysis*. Working Paper.
- Evans R. (2010) Mutual Fund Incubations. *Journal of Finance*, 65, pp. 1581–1611.
- 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.
- Sharpe W. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk. *Journal of Finance*, 19, pp. 425–442.
- 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.
- Zhao X. (2005) Exit Decision in the U.S. Mutual Fund Industry. *Journal of Business*, 78, pp. 1365–1401.