

© М.М. Сорокина, Е.И. Дедюшко

DOI: <http://doi.org/10.15350/2409-7616.2022.2.31>

УДК 336.767

**ЦЕННОСТЬ АКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПАЕВЫМИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ  
ФОНДАМИ: ЗАРУБЕЖНЫЙ И РОССИЙСКИЙ ОПЫТ**

М.М. Сорокина, Е.И. Дедюшко

**Сорокина Мария Мстиславовна,**кандидат экономических наук, доцент кафедры  
финансового рынка и финансовых институтов  
Новосибирский государственный университет  
экономики и управления, Новосибирск, Россия.

E-mail: m40ina@mail.ru

**Дедюшко Елена Игоревна,**студент, Новосибирский государственный университет  
экономики и управления, Новосибирск, Россия.

E-mail: elena.dedyushko@mail.ru

**Аннотация.** В статье был проведен анализ зарубежных и российских методических подходов к оценке эффективности активного управления паевыми инвестиционными фондами. В работе предпринята попытка пересмотра традиционных взглядов на эффективное управление паевыми инвестиционными фондами при помощи анализа исследований зарубежных и российских авторов. Общепринятое мнение об активно управляемых паевых инвестиционных фондах гласит, что в среднем активное управление не имеет большой ценности для инвесторов. Это убеждение основано на трех основных выводах: доходность существенно не превышает сборы, никто не гарантирует стабильную доходность фонда и навыки управляющих не превышают затраты, которые платит инвестор за обслуживание активно управляемого паевого инвестиционного фонда. Цель статьи - изучить ценность активного управления паевыми инвестиционными фондами для российского рынка. Зарубежные исследования двадцать первого века показывают, что управляющие активных паевых фондов обладают значительными навыками, которые создают реальную ценность для инвесторов и сохраняются с течением времени. Согласно, рассмотренным в работе методическим подходам основная часть активно управляемых фондов в России не побеждает рынок. Фактически, исследования показывают, что очень немногие активно управляемые фонды обеспечивают более высокую доходность, чем эталонные показатели, в течение длительных периодов времени, в том числе с впечатляющими краткосрочными показателями эффективности. В результате анализа российский рынок паевых инвестиционных фондов на текущем этапе развития характеризуется низкой ценностью активного управления фондами для инвестора с точки зрения рассмотренной литературы.

**Ключевые слова:** паевой инвестиционный фонд, ценность, эффективность, активное управление, пассивное управление.

UDC 336.767

**THE VALUE OF ACTIVE MANAGEMENT OF MUTUAL FUNDS:  
FOREIGN AND RUSSIAN EXPERIENCE**

M.M. Sorokina, E.I. Deduyshko

**Mariya M. Sorokina,**

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the  
Department financial market and financial institutions  
Novosibirsk state University of Economics and  
Management, Novosibirsk, Russian Federation.  
E-mail: m40ina@mail.ru

**Elena I. Deduyshko,**

Student Novosibirsk state University of Economics  
and Management, Novosibirsk, Russian Federation.  
E-mail: elena.deduyshko@mail.ru

**Abstract.** *The article analyzes foreign and Russian methodological approaches to assessing the effectiveness of active management of mutual funds. The paper attempts to revise traditional views on the effective management of mutual funds by analyzing the research of foreign and Russian authors. The conventional wisdom about actively managed mutual funds states that, on average, active management has little value for investors. This belief is based on three main conclusions: profitability does not significantly exceed fees, no one guarantees stable profitability of the fund and the skills of managers do not exceed the costs that an investor pays for servicing an actively managed mutual investment fund. The purpose of the article is to study the value of active management of mutual funds for the Russian market. Foreign studies of the twenty-first century show that managers of active mutual funds have significant skills that create real value for investors and persist over time. According to the methodological approaches considered in the paper, the majority of actively managed funds in Russia do not win the market. In fact, research shows that very few actively managed funds deliver higher returns than benchmarks over long periods of time, including with impressive short-term performance indicators. As a result of the analysis, the Russian market of mutual funds at the current stage of development is characterized by a low value of active fund management for an investor from the point of view of the literature reviewed.*

**Keywords:** *mutual fund, value, efficiency, active management, passive management.*

**Введение**

Индустрия взаимных фондов во всем мире переживает мощный и беспрецедентный рост за последнее десятилетие. Благодаря адаптации и внедрению новых технологий индустрия финансовых услуг продемонстрировала феноменальное признание и сумела охватить весь мир. За последние пять лет начиная с 2018 года объем российского рынка паевых инвестиционных фондов вырос почти в 5 раз и составил 1,5 трлн руб.

Сегодня мы наблюдаем значительные изменения на фондовом рынке, — это переход от активного управления, когда портфельные менеджеры выборочно выбирают ценные бумаги с целью обойти рынок, к пассивному управлению, также известному как индексация, когда цель состоит в том, чтобы просто отражать или отслеживать рынок, взяв за основу

биржевой индекс.

Вопрос оценки качества работы того или иного инвестиционного фонда и насколько один фонд, в соответствии с целями инвестирования, предпочтительнее другого, является одним из актуальных вопросов, который ставят перед собой инвесторы, выбирая наиболее привлекательное место размещения собственных средств.

Дискуссии об эффективном управлении паевых инвестиционных фондов продолжаются до сих пор. Сторонники пассивных инвестиций уверены в том, что пассивное управление взаимными фондами более перспективно для инвесторов, чем фонды, находящиеся в активном управлении. В работе предпринята попытка пересмотра традиционных взглядов на эффективное управление паевыми инвестиционными фондами при помощи анализа исследований зарубежных и российских авторов.

В мире почти эффективного рынка капитала нельзя больше полагать, что заработать деньги, торгуя ценными бумагами, легко. Более того, быстрый рост финансовых технологий и открытый доступ к крупным и постоянно растущим источникам данных делают это предположение более правдоподобным. Поэтому ожидать гарантированной отдачи от инвестиций - слишком оптимистично. На помощь инвестору приходит оценка фонда, а именно сравнение эффективности одних финансовых продуктов с другими аналогичными.

Пассивные фонды, как правило, являются самым простым типом для оценки, поскольку у них есть четко определенный единый индекс, которому они пытаются соответствовать. Первый индексный фонд в мире был запущен 31 августа 1976 года. Джон Богл, основатель данного фонда (Vanguard 500), вложил основную идею-предпосылку, согласно которой покупка и простое владение широким фондовым рынком даст лучшие результаты, чем попытки превзойти его, выбирая акции изо дня в день.

Это событие стало отправной точкой для изучения вопроса ценности активного управления, особенно с учетом растущей популярностью индексных фондов и, как следствие, роста пассивного управления на западе.

Необходимо уточнить, что в данной статье под термином «ценность» подразумевается понятие «потребительская стоимость», т.е. ценность - это значимость, полезность финансового продукта для инвестора. Чем выше полезность - чистый доход, тем более привлекательный актив для клиента. Следовательно, управляющий представляет ценность для инвестора в том случае, если позволяет получать доход выше рынка (за вычетом комиссий управляющей компании) при сопоставимом уровне риска.

### **Характеристика эффективности Активного управления ПИФ**

Общепринятое мнение об активно управляемых паевых инвестиционных фондах гласит, что в среднем активное управление не имеет большой ценности для инвесторов. Это убеждение основано на исследованиях, показывающих, что:

- средний фонд отстает после сборов по доходности от пассивного фонда;
- производительность лучших фондов не сохраняется;
- некоторые управляющие фондами обладают квалификацией, но лишь немногие обладают навыками, превышающими затраты.

Рассмотрим каждый вывод в отдельности путем обобщения наиболее известных исследований в таблице 1.

Таблица 1

Существующие зарубежные методические подходы к оценке эффективности активного управления ПИФ

Традиционный взгляд		Прогрессивный взгляд	
Автор	Главный тезис	Главный тезис	Автор
Доходность после сборов			

Шарп В. (1991), Вермерс Р. (2000), Фама Е. и Френч К. (2010)	Отрицательная доходность после уплаты вознаграждения управляющему	Ошибочно неэффективны из-за выбранного эталонного коэффициента	Глод В. (2011)
Дженсен М. (1968), Ипполито Р. (1989), Грубер М. (1996)	Средний фонд генерирует отрицательную альфа после сборов	Получение выгоды из предсказуемых сделок	Педерсен Л. (2018)
Стабильная годовая производительность			
Малкиэлем Б. (1995), Кархарт М. (1997)	Эффективность лучших фондов не сохраняется	-	-
Навыки управляющего, превышающие затраты			
Бринсон Г., Худ Р. и Бибауэр Г. (1986)	Действия управляющего имеют малый вес, вся доходность зависит от изначального распределения активов	Покупки, мотивированные оценкой - успешны	Гибсон С. и Дж. Чичи (2007), Роледер, Шульте и Уилкенс (2018)
Кархарт М. (1997)	Достижения – просто удача, а не квалификация управляющего	Выбор ценных бумаг, основанный на убеждениях группы управляющих, превосходит индекс	Вермес, Яо и Чжао (2012), Гупта- Мукерджи (2013)

Проанализируем более детально традиционный взгляд на активное управление. Первый вывод заключается в том, что средний активно управляемый фонд хуже пассивно управляемого фонда, который следует тому же инвестиционному стилю.

Поскольку, теоретически, низкая эффективность среднего активного инвестора гарантирована, потому что активное управление - это игра с нулевой суммой до затрат, а это означает, что любая прибыль от сделки для одного менеджера создает компенсирующий убыток для другого менеджера.

Таким образом, активное управление становится игрой с отрицательной суммой после учета затрат. Шарп называет это “арифметикой активного управления” [22]. Он, Шарп, утверждает, что математически средний активный инвестор гарантированно будет хуже работать после сборов, и несколько работ эмпирически показывают, что средний активно управляемый взаимный фонд работает хуже [21].

К примеру, Дженсен (1968), Ипполито (1989) и Грубер (1996) изучают среднюю производительность взаимных фондов с 1945 по 1994 год, используя непересекающиеся периоды, и обнаруживают, что средний фонд генерирует отрицательную альфа после сборов [17, 11, 15].

Аналогичным образом, Вермерс анализируя американский рынок взаимных фондов длиной в 20 лет (1975-1994 гг.) пришел к выводу о том, что акции, принадлежащие среднему активно управляемому фонду, превосходят на 1,3% доходность индекса CRSP [23].

Однако, после торговли, распределения операционных и других затрат, он считает, что средний фонд отстает примерно на 1% в год. То есть в совокупности активные менеджеры будут генерировать доход, соответствующий рыночной цене за вычетом платы за управление, но поскольку эти вознаграждения выше, чем затраты на пассивное управление, мы должны ожидать, что средний активный менеджер будет хуже пассивного альтернативного управления за вычетом вознаграждений. Так же Фама и Френч (2010) в

своем исследовании обнаружили, что многие управляющие опережают рынок до затрат, но лишь немногие делают это после затрат.

Второй вывод – эффективность лучших фондов не сохраняется. Таким образом, если все достижения — это просто удача, а не квалификация управляющего, то нет смысла инвестировать даже в самые эффективные паевые фонды с активным управлением.

Так Кархарт, в своем исследовании сделал вывод о том, что нельзя ожидать от активных фондов, которые показали лучшие результаты в прошлом, успешных результатов в будущем [9].

Другие результаты исследования, выдвинутые Малкиэлем, показывают важность учета предвзятости в отношении выживаемости и не находят доказательств сохранения производительности после 1970-х годов на примере американского рынка [18].

Третий вывод - некоторые управляющие фондами обладают квалификацией, но лишь немногие обладают навыками, превышающими полученную доходность над затратами. В 1986 году Гэри Бринсон, Рэндольф Худ и Гилберт Бибауэр опубликовали исследование о влиянии распределения активов на доходность фондов. С помощью регрессионного анализа авторы оценили разные составляющие доходности 91 пенсионного фонда в США (в них были активы разных классов), результаты представлены в таблице 2.

Таблица 2

Среднегодовые 10-летние доходности 91 крупного плана, 1974 – 1983 гг. [8]

Совокупные доходности	Средняя доходность, %	Min доходность, %	Max доходность, %	Стандартное отклонение, %
<b>Портфельные доходности</b>				
Инвестиционная политика	10,11	9,47	10,57	0,22
Инвестиционная политика и время операций	9,44	7,25	10,34	0,52
Информационная политика и выбор бумаг	9,75	7,17	13,31	1,33
Фактический портфель	9,01	5,85	13,40	1,43
<b>Активные доходности</b>				
Только время операций	-0,66	-2,68	0,25	0,49
Только выбор бумаг	-0,36	-2,90	3,60	1,36
Прочее	-0,07	-1,17	2,57	0,45
Итого доходность активного управления	-1,10	-4,17*	3,69*	1,45*

\*не является результатом сложения

Это исследование показало, что практически вся доходность определяется изначальным решением о распределении активов, а не действиями активных управляющих фондами, работа которых влияла всего на 6% получаемых результатов, кроме того действия управляющих в среднем не добавили этим фондам доходности, а отняли 1% среднегодовой доходности на периоде в 10 лет. Результаты исследования вызвали рост дискуссий в финансовых кругах и впервые поставили острый вопрос о нужности активных управляющих ребром.

Позже, анализируя возможность активных управляющих, дать инвесторам повышенную по сравнению с аналогичными пассивными фондами доходность при условии инвестирования в аналогичные активы Марк Кархарт в своем исследовании о взаимных

фондах пришел к выводу о том, что данные «не подтверждают существование квалифицированных или информированных управляющих портфелями взаимных фондов» [9].

Из всего вышесказанного, можно сделать вывод, что каждое из этих утверждений общепринятого мнения имеет поддержку в научной литературе. Наш обзор текущей экономической литературы по взаимным фондам также имеет значительный объем исследований, которые расходятся с традиционным мнением.

Ранее мы говорили о том, что активное управление – это «игра с нулевой суммой». Однако, Педерсен утверждает, что этот математический аргумент основан на невнятном предположении, что рыночный портфель никогда не меняется, чего не происходит в реальном мире, потому что выпускаются новые акции, другие выкупаются, а индексы восстанавливаются, поэтому даже пассивные инвесторы должны регулярно торговать [19].

Таким образом, восстановление индексов свидетельствует о возможности для всех активных управляющих извлечь выгоду из предсказуемых сделок пассивных фондов.

Большинство исследований, связанных с оценкой квалификации управляющего активным фондом берет за чистую альфу – доходность фонда после сборов по сравнению с неким эталонным коэффициентом. Он не будет одинаков для всех, но в большинстве случаев этот ориентир представляет собой либо пассивный индекс (Индекс Московской биржи), либо факторную модель, либо портфель, построенный на основе отдельных активов фонда. От выбора эталонного коэффициента и качества данных, доступных для анализа, зависит чистота альфы фонда и, как следствие, чистота вывода о квалификации управляющего.

Глод в своем исследовании влияния выбранного эталонного коэффициента на результат анализа подчеркивает ограничения существующих моделей в оценке ценности активного управления. Он показывает, что общие показатели эффективности часто могут недооценивать ценность активного управления. Так же, Глод утверждает, что, в случае если модель должным образом не учитывает экономический цикл (рецессия или экспансия), то квалифицированные управляющие будут ошибочно казаться не эффективными по сравнению с пассивными инвестиционными стратегиями за вычетом сборов [14].

В литературе часто упоминается «навык» как общая абстрактная характеристика квалификации управляющего, однако, фактически данный термин внесет в себе разнообразие различных навыков, которые управляющие используют для создания ценности активного управления. Навык, которому уделяется наибольшее внимание, - это умение выбирать акции.

Начнем с того, что исследования могут недооценивать навыки выбора акций, если они не учитывают «тип» сделки или причину сделки. Скотт Гибсон и Джерджи Чичи в своих наблюдениях показали, что покупки, мотивированные соображениями оценки, значительно превосходят рынок, но покупки, мотивированные необходимостью инвестировать избыточные денежные средства из-за их притока не приносят хороших результатов [7].

Аналогичным образом, Роледер, Шульте и Уилкенс говорят о том, что покупки, мотивированные оценкой, значительно превосходят результаты, а продажи, мотивированные оценкой, наоборот, отстают [20].

Навыки выбора акций также изучают в разрезе индустрии фондов. Вермес, Яо и Чжао разработали метод эффективного объединения активов между фондами и показали, что, когда совокупная позиция по акциям увеличивается, акции в последствии выигрывают [24].

Гупта-Мукерджи показывает, что портфель, основанный на убеждениях группы управляющих, инвестирующих в схожие активы, превосходит пассивные ориентиры, указывает на то, что они отражают обоснованные убеждения [16].

Таким образом, зарубежные исследования двадцать первого века показывают, что управляющие активных паевых фондов обладают значительными навыками, которые создают реальную ценность для инвесторов и сохраняются с течением времени, но

насколько данные выводы соотносятся с текущей ситуацией на российском рынке коллективных инвестиций остается под вопросом.

### Анализ рынка Паевых инвестиционных фондов в России

На данном этапе мы рассмотрим текущую ситуацию на российском рынке паевых инвестиционных фондов, за тем ознакомимся с отечественными подходами к оценке управления ПИФ.

За последние два десятилетия индустрия взаимных фондов претерпела значительные изменения. 21 марта 1996 года в России официально появился рынок коллективных инвестиций, а именно был издан указ Президента России «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».

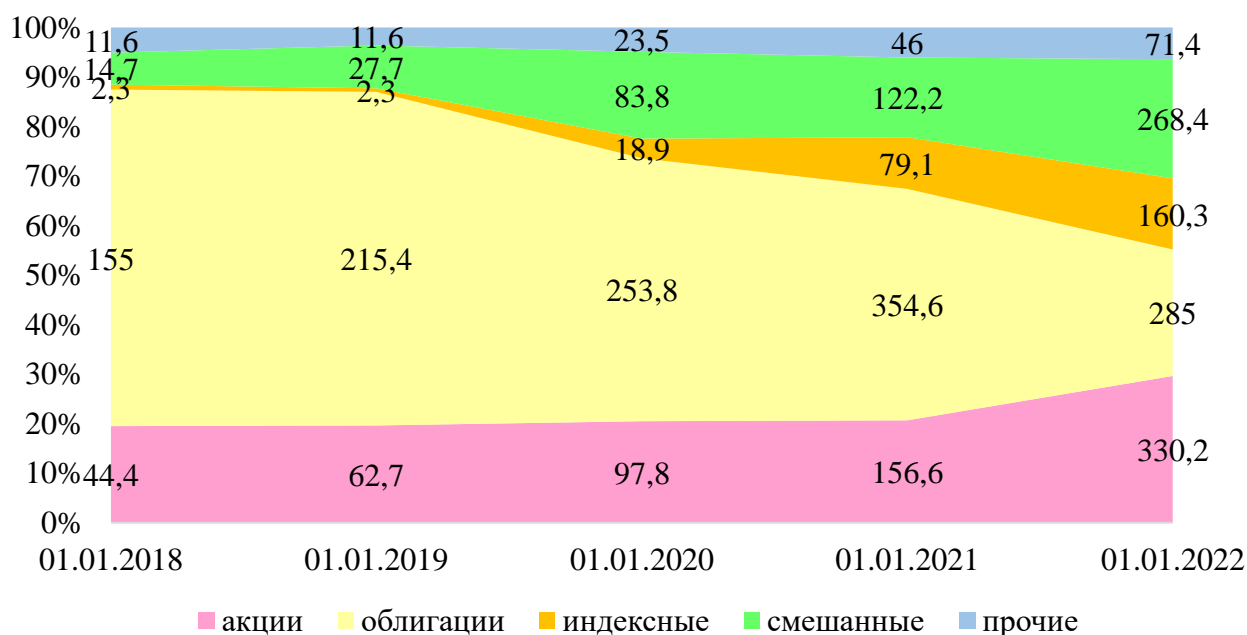
На тот момент, инвестор по умолчанию выбирал активное управление, обращаясь к управляющей компании паевого инвестиционного фонда. Фактически это был единственный доступный выбор до начала 2003 года, когда впервые на российском рынке появился индексный фонд.

Управляющая компания «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» 22 января 2003 года зарегистрировала интервальный паевой инвестиционный фонд под названием «Сводный фондовый индекс ММВБ» в основе, которого лежали акции, входящие в расчет индекса ММВБЗ.

Структура индустрии паевых инвестиционных фондов в России резко изменилась в период с 2018 по 2022 год. Стоимость чистых активов российских инвестиционных компаний выросла более чем в два раза (с 697 млрд руб. до 1,5 трлн руб.), данный скачок обусловлен ростом открытых паевых инвестиционных фондов (с 222 млрд руб. до 896 млрд руб.) и появлением нового финансового инструмента на рынке коллективных инвестиций – биржевого паевого инвестиционного фонда (БПИФ).

Если рассматривать в разрезе объектов инвестирования, то рост возник из-за повышенного интереса на индексные ПИФы (с 2,3 млрд руб. до 160 млрд руб.), кроме того увеличилась сама доля инвестиций в индексный ПИФ по сравнению с другими объектами инвестирования.

Динамика доли по объектам инвестирования в ПИФ представлена на рисунке.



**Рисунок** - Динамика доли по объектам инвестирования в российские ПИФ 2018-2022гг., %

Согласно рисунку, доля инвестиций в индексные ПИФы увеличилась с 1% до 14% за последние 5 лет, так же наблюдаем рост доли акций на 10% (с 19,5% до 29,6%).

Таким образом, происходит рост пассивного управления на российском рынке коллективных инвестиций, однако спрос на инвестиционные фонды акций так же показывает рост.

Паевые инвестиционные фонды, находящиеся под активным управлением, сегодня сталкиваются со значительной конкуренцией, чем в самом начале своего пути. В начале 2000-х годов средняя стоимость вознаграждения, которую платил инвестор за активное управление паевым фондом составляла около 10%. Однако, за то же самое время, стоимость активного управления снизилась по сравнению с 2000-м годом.

На начало 2022 года в России, комиссии УК индексных ПИФов акций составляют в среднем 0,95% от среднегодовой стоимости активов, активных крупных фондов акций в среднем составляет около 4,1% в год. Если сравнивать величину комиссий российского и американского рынков, то мы можем видеть следующую картину: «Средневзвешенный по активам коэффициент расходов для активно управляемых фондов снизился с 1,06% в 2000 г. до 0,78% в 2017 г.» [10], а «стоимость индексированного фонда составляет около 0,30%» [19].

На данный момент, не каждый российский БПИФ имеет комиссию ниже, чем активно управляемый фонд акций в Америке. Несмотря на это сегодняшние управляющие активных фондов работают в совершенно иной среде, чем управляющие, рассмотренные в зарубежной литературе 20 века.

Учитывая эти тенденции, важно оценить, в какой степени традиционная точка зрения на активное управление актуальна для российского рынка.

### **Отечественные методические подходы к оценке эффективности управления ПИФ в России**

Поскольку более поздние исследования о ценности активного управления были проведены на основе данных западных взаимных фондов, мы рассмотрим отечественные методические подходы к оценке эффективности управления российскими ПИФ, представленные в таблице 3.

Таблица 3

Существующие методические подходы к оценке эффективности управления ПИФ российских авторов

Автор	Суть методического подхода	Комментарий
Паршаков П.А.	При помощи бутстрап-подхода дается оценка навыкам российских управляющих паевыми фондами акций. Временной период 2001-2012 года.	В работе автор пришел к выводу, что «достижения только 5% от общего количества фондов связаны с навыками управляющих и их можно отнести к неслучайным, остальная доходность, полученная фондами – удача» [5].
Галанова А.В. Дукова В.В.	Проверка присутствия моментум-эффекта на российском рынке коллективных инвестиций путем использования коэффициента Шарпа, Трейнора, Сортино, показатель WML модели Кархарта. Временной период 2000–2016 гг.	Доходность прошлых периодов на российском рынке сохраняется в краткосрочном диапазоне. Авторы пришли к выводу о том, что: «Статистическая значимость моментум-эффекта на российском рынке ПИФов подтверждается в рамках краткосрочной арбитражной стратегии» [3].



Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б.	Измерение степени активности репрезентативной выборки российских фондов с помощью регрессионного и сравнительного анализа. Временной период 2011-2016 гг.	Российские индексные фонды в среднем отклоняются на 12% от своего базового индекса, в результате это приводит к большей потере доходности. «Более высокое отклонение индексных фондов ассоциируется с меньшей чистой доходностью» [4]. В свою очередь активное управление выходит слишком дорого для инвестора, что отрицательно сказывается на доходности ПИФов относительно индекса МосБиржи.
Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.	Пятифакторная модель ценообразования финансовых активов для оценки эффективности управления ПИФ Временной период 2002-2018 гг.	В результате анализа было установлено, что «средний фонд акций генерирует отрицательную альфу равную -4,34%» [1]. Таким образом, доходность фондов не окупает издержек инвесторов, связанных с расходами на управление фонда.
Теплова Т.В., Соколова Т.В., Фазано А., Родина В.А.	В работе сопоставляется доходность ПИФ с бенчмарками на основе многофакторных регрессионных моделей. Временной период 2012-2018 гг.	Акции, не входящие в индекс, отрицательно влияют на доходность паевых инвестиционных фондов. Управляющие предпринимают попытки получения «выгоды» из предсказуемых сделок путем дублирования «изменения весов акций в рыночном индексе в текущем квартале» [6].

Таким образом, изучив литературу, посвященную анализу российского рынка паевых инвестиционных фондов нами, был сделан ряд выводов.

Во-первых, для российского рынка коллективных инвестиций характерен высокий уровень отклонения от инвестиционной стратегии и/или индекса [4]. Это говорит о том, что данные фонды, скорее всего, будут работать не эффективно, особенно если фонд является пассивным.

Во-вторых, мы можем выделить главную проблему, связанную с активным управлением – высокие комиссии, которые практически лишают прибыли инвестора. На наш взгляд, именно слаборазвитый рынок ПИФов и низкая конкуренция создают предпосылки для завышенных цен не только на активные фонды, но и на продукты пассивного управления.

В-третьих, большинство авторов сошлись во мнении, что ценные бумаги, не входящие в индекс, которые приобрел управляющий активного фонда, скорее всего не принесут достаточного дохода или будут убыточны. Поскольку в индекс входят наиболее ликвидные бумаги, эмитенты которых прибыльны и успешны, данные активы почти всегда будут выигрышно смотреться по сравнению с ценными бумагами других эмитентов.

Кроме того, на российском фондовом рынке нет большого разнообразия инструментов для инвестирования, и IPO происходит крайне редко.

На данный момент отечественные подходы к оценке эффективности управления напрямую сходятся с общепринятым мнением об активно управляемых паевых инвестиционных фондах. Авторам, анализирующим российский рынок коллективного инвестирования больше близки традиционные взгляды на активное управление, начало которым было положено в 1970-х годах Джоном Боглом, т.е. в среднем активное управление

не имеет большой ценности для инвесторов.

### Основные результаты

Согласно, рассмотренным выше методическим подходам основная часть активно управляемых фондов в России не побеждает рынок. Фактически, исследования показывают, что очень немногие активно управляемые фонды обеспечивают более высокую доходность, чем эталонные показатели, в течение длительных периодов времени, в том числе с впечатляющими краткосрочными показателями эффективности. Кроме того, в текущей рыночной ситуации активное управление российскими паевыми инвестиционными фондами обходится слишком дорого для инвесторов. Ведь чем больше инвесторы платят комиссии, тем меньше денег у них остается в инвестиционном портфеле, соответственно тем ниже их потенциальная доходность. Данное обстоятельство так же отрицательно сказывается на результатах оценки эффективности управления ПИФ.

На наш взгляд, высокие комиссии за активное управление (в сравнении с западным рынком) связаны с тем, что российский рынок коллективных инвестиций находится еще в «зачаточном» состоянии. Из-за низкого уровня конкуренции на рынке коллективных инвестиций и отсутствие достаточного количества пассивно управляемых фондов, инвесторы «вынуждены» инвестировать в активные фонды, тем самым действует закон спроса и предложения, т.е. цена остается на высоком уровне, поскольку есть спрос, а предложение не увеличивается.

Текущие внешние условия для российской экономики кардинально изменились. В конце февраля 2022 года все российские Управляющие компании приостановили операции с инвестиционными паями ОПИФ в связи с невозможностью определения рыночной стоимости пая. Это было результатом остановки торгов на Мосбирже в секции фондового рынка, которая длилась свыше трех недель. На конец апреля 2022 года до сих пор большинство паев из разных фондов нельзя приобрести или продать, поскольку в составе их портфелей находятся иностранные ценные бумаги. Следовательно, инвестор может приобрести только паи, в составе которых исключительно российские ценные бумаги, преимущественно это фонды облигаций и пассивные фонды акций.

Таким образом, российский рынок паевых инвестиционных фондов на текущем этапе развития характеризуется низкой ценностью активного управления фондами для инвестора как, с точки зрения, рассмотренной литературы, так и в связи с текущей экономической ситуацией в стране. Перспективы дальнейшего исследования проблемы мы видим в более подробном анализе, посвященном авторской методике оценки эффективности управления ПИФ на российском рынке, используя статистические данные.

### Литература:

1. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка // Экономическая политика. - 2019. - №4. - С. 8-47. DOI: [10.18288/1994-5124-2019-4-8-47](https://doi.org/10.18288/1994-5124-2019-4-8-47)
2. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. - 2019. - № 3. - С. 48-76. DOI: [10.32609/0042-8736-2019-3-48-76](https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76)
3. Галанова А.В., Дукова В.В. Факторы, определяющие избыточную доходность портфеля ценных бумаг паевых инвестиционных фондов // Корпоративные финансы. - 2018. - №4. - С. 43-60. DOI: [10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.43-60](https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.43-60)
4. Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б. Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? // Вопросы экономики. - 2018. - №(3). - С.64-79. DOI: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-64-79>
5. Паршаков П.А. Оценка навыков российских управляющих активами // Прикладная эконометрика. - 2015. - №1 (37). - С. 57-66. URL:

<https://www.elibrary.ru/item.asp?id=23217501>

6. Теплова Т.В., Соколова Т.В., Фазано А. Детерминанты доходности российских ПИФов акций и облигаций: активные инвестиционные стратегии и комиссии // Вопросы экономики. - 2020. - № (9). - С.40-60. DOI: [10.32609/0042-8736-2020-9-40-60](https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-40-60)
7. Alexander G., Cici G., Gibson S. Does motivation matter when assessing trade performance? An analysis of mutual funds // Review of Financial Studies. - 2007. - Vol. 20. - P. 125-150. DOI: [10.2139/ssrn.641743](https://doi.org/10.2139/ssrn.641743)
8. Brinson G.P., Hood R., Beebower G. Determinants of Portfolio Performance // Financial Analysts Journal. - 1986. - Vol. 42(4). - P. pp. 39-44.
9. Carhart M. On persistence in mutual fund performance // Journal of Finance. - 1997. - Vol. 52. - P. 57-82. DOI: <https://doi.org/10.2307/2329556>
10. Bidisha C., Moulton P., Trzcinka C. The performance of short-term institutional trades // Journal of Financial and Quantitative Analysis. - 2017. - Vol. 52. - P. 1403-1428. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109017000400>
11. Ippolito R. Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance // Quarterly Journal of Economics. - 1984. - Vol. 104. - P. 1-23. DOI: <https://doi.org/10.2307/2937832>
12. Fama E., French K. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund performance // Journal of Finance. - 2010. - Vol. 65. - P. 1915-1947. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>
13. Fulkerson J., Riley T. Portfolio concentration and mutual fund performance // Journal of Empirical Finance. - 2019. - Vol. 51. - P. 1-16. DOI: [10.1016/j.jempfin.2019.01.006](https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.01.006)
14. Glode V. Why mutual funds “underperform // Journal of Financial Economics. - 2011. - Vol. 99. - P. 546-559.
15. Gruber M. Another puzzle: The growth of actively managed mutual funds // Journal of Finance. - 1996. - Vol. 51. - P. 783-801. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02707.x>
16. Gupta-Mukherjee S. When active fund managers deviate from their peers: Implications for fund performance // Journal of Banking & Finance. - 2013. - Vol. 37. - P. 1286-1305. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.003>
17. Jensen M. The performance of mutual funds in the period 1945-1964 // Journal of Finance. - 1968. - Vol. 23. - P. 389-416.
18. Malkiel B. Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991 // Journal of Finance. - 1995. - Vol. 50. - P. 549-572. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04795.x>
19. Pedersen L. Sharpening the arithmetic of active management // Financial Analysts Journal. - 2018. - Vol. 74. - P. 21-36. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2849071>
20. Rohleder M., Schulte D., Syryca J. Mutual fund stock-picking skill: New evidence from valuation- versus liquidity-motivated trading // Financial Management, forthcoming. - 2018. - Vol. 47(2). DOI: [10.1111/fima.12198](https://doi.org/10.1111/fima.12198)
21. Sharpe W. The arithmetic of active management // Financial Analysts Journal. - 1991. - Vol. 47. - P. 7-9.
22. Sharpe W. The arithmetic of investment expenses // Financial Analysts Journal. - 2013. - Vol. 69. - P. 34-41
23. Wermers R. Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses // Journal of Finance. - 2000. - Vol. 55. - P. 1655-1695.
24. Wermers R., Yao T., Zhao J. Forecasting stock returns through an efficient aggregation of mutual fund holdings // Review of Financial Studies. - 2012. - Vol. 25. - P. 3490-3529.

**References:**

1. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. Efficiency in Portfolio Management of Equity Funds and Methods of Its Evaluation. *Economic policy*, 2019, vol. 14, no. 4, pp. 8-47. (In Russian). DOI:[10.18288/1994-5124-2019-4-8-47](https://doi.org/10.18288/1994-5124-2019-4-8-47)
2. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. Pricing models of shares of Russian companies and their practical application. *Voprosy Ekonomiki*, 2019, vol. 3, pp. 48-76. (In Russian). DOI: [10.32609/0042-8736-2019-3-48-76](https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76)
3. Galanova A.V., Dukova V.V. Determinants of mutual funds performance. *Corporate Finance*, 2018, vol. 12, no. 4, pp. 43-60. (In Russian). DOI:[10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.43-60](https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.43-60)
4. Inozemtsev E.V., Tarassov E.B. Actively managed Russian mutual funds: Good or bad for investors? *Voprosy Ekonomiki*, 2018, vol. 3, pp. 64-79. (In Russian). DOI: [10.32609/0042-8736-2018-3-64-79](https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-64-79)
5. Parshakov P. Estimation of skill of Russian mutual fund managers. *Applied econometrics*, 2015, vol. 37, no. 1, pp. 57-66. (In Russian). URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=23217501>
6. Teplova T.V., Sokolova T.V., Fasano A., Rodina V.A. Determinants of return rates of russian equity and bond mutual funds: active investment strategies and commissions. *Voprosy Ekonomiki*, 2020, vol. 9, pp. 40-60. (In Russian) DOI: [10.32609/0042-8736-2020-9-40-60](https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-40-60)
7. Alexander G., Cici G., Gibson S. Does motivation matter when assessing trade performance? An analysis of mutual funds. *Review of Financial Studies*, 2007, vol. 20, pp. 125-150. DOI:[10.2139/ssrn.641743](https://doi.org/10.2139/ssrn.641743)
8. Brinson G.P., Hood R., Beebower G. Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 1986, vol. 42, no. 4, pp. 39-44.
9. Carhart M. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 1997, vol. 52, pp. 57-82. DOI: <https://doi.org/10.2307/2329556>
10. Bidisha C., Moulton P., Trzcinka C. The performance of short-term institutional trades. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, vol. 52, pp. 1403-1428. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109017000400>
11. Ippolito R. Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance. *Quarterly Journal of Economics*, 1984, vol. 104, pp.1-23. DOI: <https://doi.org/10.2307/2937832>
12. Fama E., French K. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund performance. *Journal of Finance*, 2010, 65, vol. pp. 1915-1947. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>
13. Fulkerson J., Riley T. Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 2019, vol. 51, pp. 1-16. DOI: [10.1016/j.jempfin.2019.01.006](https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.01.006)
14. Glode V. Why mutual funds “underperform. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 99, pp. 546-559.
15. Gruber M. Another puzzle: The growth of actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, 1996, vol. 51, pp. 783-801. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02707.x>
16. Gupta-Mukherjee S. When active fund managers deviate from their peers: Implications for fund performance. *Journal of Banking & Finance*, 2013, vol. 37, pp. 1286-1305. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.003>
17. Jensen M. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 1968, vol. 23, pp. 389-416.
18. Malkiel B. Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 1995, vol. 50, pp. 549-572. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04795.x>
19. Pedersen L. Sharpening the arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 2018, vol. 74, pp. 21-36. DOI: [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2849071](https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2849071)

20. Rohleder M., Schulte D., Syryca J. Mutual fund stock-picking skill: New evidence from valuation- versus liquidity-motivated trading. *Financial Management, forthcoming*, 2018, vol. 47(2). DOI:[10.1111/fima.12198](https://doi.org/10.1111/fima.12198)
21. Sharpe W. The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 1991. vol. 47, pp. 7-9.
22. Sharpe W. The arithmetic of investment expenses. *Financial Analysts Journal*, 2013. vol. 69, pp. 34-41
23. Wermers R. Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. *Journal of Finance*, 2000, vol. 55, pp. 1655-1695.
24. Wermers R., Yao T., Zhao J. Forecasting stock returns through an efficient aggregation of mutual fund holdings. *Review of Financial Studies*, 2012, vol. 25, pp. 3490-3529.

Submitted: 02 May 2022

Accepted: 02 June 2022

Published: 03 June 2022

