

УДК 336.76

ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ США

© 2016 г. А.А. Кузнецов*

Статья поступила 15.06.2015.

В статье обобщается опыт инвестирования американских домохозяйств во взаимные фонды, занимающие значительное место в финансовой системе США, анализируется поведение домохозяйств. Изучается динамика взаимных фондов на рынке США. Дается оценка экономического содержания их деятельности.

Ключевые слова: взаимные фонды, управление активами, инвестиционная стратегия, оптимальный портфель

Паевые инвестиционные фонды (ПИФ), называемые в США взаимными фондами, аккумулируют сбережения индивидуальных вкладчиков и инвестируют их в инструменты фондового рынка. Они помогают неквалифицированным вкладчикам с невысокими и средними доходами инвестировать в финансовые инструменты, к которым у них нет доступа ввиду технических, институциональных и бюджетных ограничений. Низкая финансовая грамотность и недостаток времени не позволяет многим вкладчикам открывать брокерские счета и пользоваться ими. Высокий входной порог для инвестиций в такие инструменты как недвижимость, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды, не позволяет большинству воспользоваться ими.

Благодаря ПИФам население может накапливать средства на определённые цели. Например, вложения в консервативные фонды позволяют создать индивидуальные пенсионные накопления. Такие фонды вкладывают средства в облигации крупных компаний на длительный срок. Это способствует увеличению инвестиционного горизонта и созданию национального капитала. Рост отрасли создаёт дополнительное предложение инвестиционных ресурсов, что позволяет осуществить отраслевые и инфраструктурные инвестиции.

В соответствии с необходимостью диверсификации портфеля требуется создать оптимальный портфель финансовых активов. Процесс создания инвестиционного портфеля состоит из пяти этапов:

1. Постановка целей инвестирования.
2. Разработка инвестиционной политики. Этот процесс включает выявление инвестиционных возможностей и оценку активов претендентов на включение в портфель.

* КУЗНЕЦОВ Антон Александрович – аспирант кафедры политической экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация, 119991 Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 46 (tony.kuznetsov@gmail.com).

3. Разработка инвестиционной стратегии, необходимой для достижения целей инвестирования.

4. Выбор оптимального портфеля инвестиционных инструментов для реализации инвестиционной стратегии.

5. Оценка эффективности результатов инвестирования.

Взаимные фонды осуществляют второй, третий и четвёртый из этих пяти этапов. Они разрабатывают инвестиционную политику, которая обычно описывается в инвестиционной декларации фонда. Портфельные менеджеры разрабатывают инвестиционную стратегию с учётом целей инвестирования и ограничений, накладываемых инвестиционной политикой. Далее с помощью математических методов оптимизации осуществляется выбор оптимального портфеля ценных бумаг, который обеспечивает реализацию инвестиционной стратегии. Названные этапы требуют большого времени на поиск и обработку информации и высокой квалификации для анализа инвестиционных возможностей. Именно эту часть процесса инвестирования сбережений домохозяйств на фондовом рынке берут на себя взаимные фонды. Заменяя индивида в осуществлении этих процессов, они создают стоимость для своих клиентов. Величину создаваемой стоимости можно оценить с помощью графы Размер созданной стоимости находится в разделе «Инвестиции в коллективные институты» статистики США [10], а также можно косвенно рассчитать по комиссии взаимных фондов. Она состоит из издержек на оплату труда и прибыли управляющей компании, при незначительной доле капитальных затрат. Комиссия взимается в среднем в размере 70 базисных пунктов от объёма средств под управлением, значит добавленная стоимость составляет примерно 100 млрд. долл. в год.

Паевые инвестиционные фонды помогают индивидуальным инвесторам достигать финансовых целей, в числе которых могут быть накопление средств на образование, обеспечение дополнительного дохода по окончании трудовой деятельности, покупка недвижимости, обучение детей с помощью инвестиций во взаимные фонды. Таким образом, последние отражают экономические интересы широких слоёв населения. В 2014 г. паями взаимных фондов владели 46,3% домохозяйств в США.

Паевые инвестиционные фонды занимают важное место не только в финансовой системе США, но и во всём мире. В 2013 г. общий объём средств под управлением фондов в мире составил 30 трлн. долл. [1]. Из них половина инвестирована в американские фонды – 15 трлн. долл. Для сравнения, ВВП США в 2014 г. составил 17,4 трлн. долларов [10].

Взаимные фонды используют различные стратегии управления портфельными инвестициями, под которыми понимается совокупность методов управления структурой портфеля, использующихся в настоящее время. Предполагается вложение средств на достаточно продолжительный период, что исключает спекулятивные сделки с целью получения прибыли в краткосрочном периоде.

На сегодняшний день различные инвестиционные компании предлагают широкое разнообразие возможностей инвестирования в различные паевые инвестиционные фонды. Но рациональному инвестору необходимо уметь самому ориентироваться в многообразии рыночных предложений, для чего необходимо адекватно представлять уровень риска, сопряжённый с той доходностью, которую обещает институциональный инвестор.

Экономический кризис в США породил дальнейшие изменения на финансовых рынках и вызвал рецессию во многих экономиках, увеличилась вола-

тельность рынка, что подталкивает инвесторов на поиск тихой гавани для сохранения своих активов во время мирового финансового кризиса и точек роста в посткризисный период. И искусство управляющего портфелем теперь очень важно, в отличие от благоприятных 2005–2007 гг., когда росли все доступные финансовые инструменты. В современных условиях могут добиться позитивного результата только высококвалифицированные управляющие.

В портфельном анализе методы прогнозирования и анализа можно разделить на технический и фундаментальный. Факторы, оказывающие влияние на прогнозы, основанные на фундаментальном анализе (рост рынка и повышение капитализации крупнейших компаний и банков), радикально изменились, соответственно необходимо с осторожностью относиться к прогнозам, основанным на техническом анализе, так как фундаментальные тенденции прошлых лет ныне могут устаревать и вводить инвестора в заблуждение, при этом во время кризиса многие сильные сигналы могут быть обманчивыми, а устойчивые долговременные тенденции вообще не формируются.

Коль скоро инвестору необходимо проявлять осмотрительность, возникает необходимость снижать несистематические риски (что выражается в искусстве управления портфелем) и как можно точнее предсказывать вероятность масштабов систематических рисков, за что отвечает фундаментальный анализ. Снижение несистематических рисков выражается в процедуре оптимизации портфеля таким образом, чтобы риск снижался по сравнению с исходными финансовыми инструментами при требуемой доходности, которая задаётся в виде экзогенного параметра. Возникает потребность создать инвестиционный портфель, который будет обладать требуемыми характеристиками. Создание такого портфеля предполагает проведение вышеуказанной процедуры оптимизации, а также сопоставление полученного результата с существующими рыночными предложениями, чтобы полученный портфель был привлекательным для инвесторов в конкурентной среде рынка доверительного управления.

В современной практике управления активами институциональные инвесторы создают фонды, обладающие различными характеристиками доходности и надёжности. В последнее время стали активно использоваться отраслевые паевые фонды, что добавляет прозрачность в инвестиционный процесс и одновременно ограничивает трейдеров как в выборе стратегии торгов, так и в выборе инструментов. Даже вкладывая в одни и те же инструменты, разные управляющие получают не одинаковый результат. По этой причине представляется возможным создать такой фонд, в инвестиционной политике которого будут учтены вышеуказанные различия.

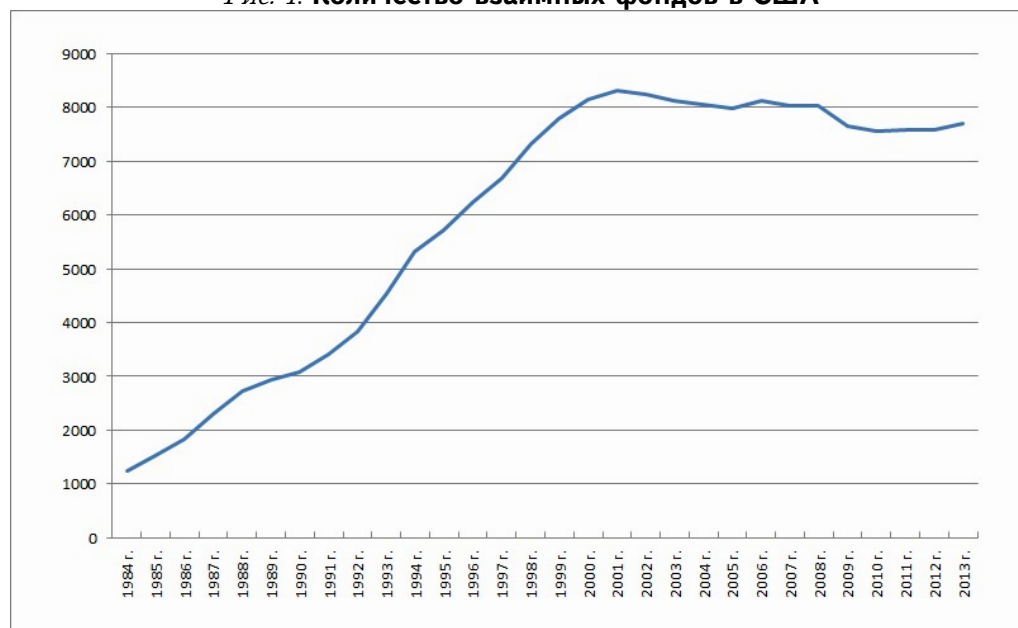
Поскольку первичным источником средств в фондах являются сбережения частных инвесторов, то рост финансовой грамотности способствует развитию отрасли доверительного управления. Инвестирование во взаимные фонды создаёт у людей привычку ответственно относиться к сбережениям и понимать риски, связанные с инвестированием. Паявые инвестиционные фонды являются частью рыночной инфраструктуры, это наиболее динамичная и ликвидная часть финансового сектора, отражающая ожидания инвесторов по поводу перспектив отдельных компаний, отраслей, всей национальной экономики. Деятельность паевых инвестиционных фондов напрямую влияет на благосостояние общества. При высокой квалификации портфельных управляющих благосостояние будет расти за счёт оптимального перераспределения финансовых ресурсов от кредиторов к заёмщикам. Институциональные инвесторы влияют

на инвестиционные процессы, создавая устойчивый спрос на обязательства корпораций, и оказывают влияние на условия инвестирования.

Количество фондов

Взаимные фонды являются институциональными инвесторами, регулируемые законом об инвестиционных компаниях 1940 г. [5]. Этот закон позволил создаваемым инвестиционным компаниям привлекать средства населения для инвестирования на фондовом рынке. После Второй мировой войны фондовый рынок США активно рос, что сделало вложение сбережений во взаимные фонды привлекательным для вкладчиков. В настоящий момент отрасль доверительного управления успешно развивается и уже выстроила необходимую техническую и информационную инфраструктуру, к которой относится развитая сеть продаж паёв, система рейтинговых агентств (например, *Morningstar*), информационные порталы, публикующие результаты деятельности фондов и позволяющие сравнивать их между собой. Количество фондов росло вслед за капитализацией рынка, но при этом обвалы фондового рынка США не сопровождались столь же значительным сокращением количества фондов.

Рис. 1. Количество взаимных фондов в США



[3].

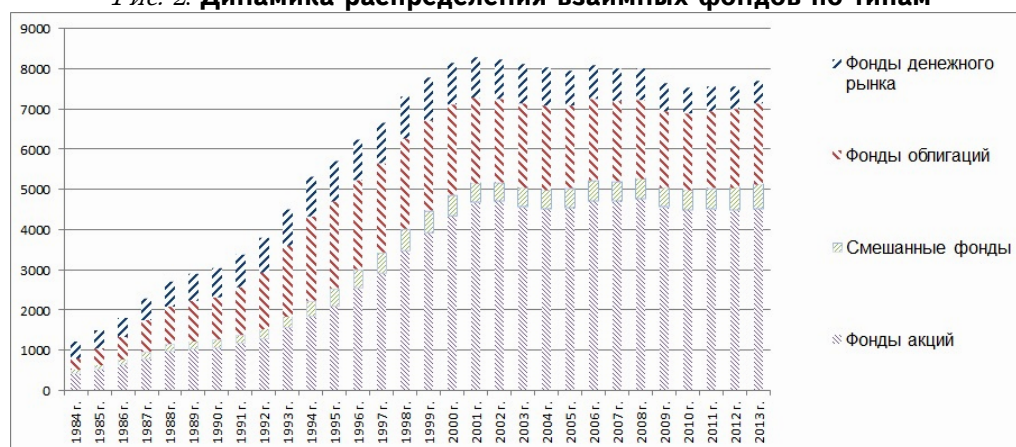
В 2013 г. в США насчитывалось 7 707 фондов акций и облигаций, а также фондов денежного рынка. Количество фондов с 1986 по 2013 г.росло в среднем на 6,8% в год.

Взаимные фонды удобно классифицировать по типам инструментов, в которые инвестируют средства. Различают фонды акций, облигаций, смешанные фонды (акций и облигаций), фонды денежного рынка (инвестируют в краткосрочные облигации и банковские депозиты).

Традиционно фонды акций считаются самыми высокодоходными. Но инвестирование в них связано с повышенным риском. Пойти на такой риск инве-

стор может, реализуя агрессивную стратегию инвестирования ради достижения большей доходности. Такая стратегия целесообразна при небольшом объёме инвестирования, когда горизонт инвестирования велик и потенциальные убытки можно компенсировать за счёт альтернативных источников дохода, например, заработной платы. Для целей пенсионного накопления инвестировать в основном в фонды акций целесообразно в начале трудового пути.

Рис. 2. Динамика распределения взаимных фондов по типам



[3].

С 1984 по 2013 г. количество фондов акций выросло в 10 раз, с 459 до 4540. Количество фондов акций постоянно росло и незначительно снижалось только в годы после острой фазы кризисов 2001 и 2008 гг. Доля фондов акций в общем количестве взаимных фондов выросла с 36,9% в 1984 г. до 58,9% в 2013 г. Фонды акций делятся на фонды, инвестирующие внутри США, и на инвестирующие за рубежом. Популярность фондов зарубежных инвестиций увеличивалась благодаря высокой доходности. Их число выросло с 6,3 до 29,6% общего количества фондов акций с 1984 по 2013 гг. и с 2,3 до 17,5% общего количества взаимных фондов.

Фонды облигаций предлагают относительно стабильный доход при среднем уровне риска, смешанные фонды балансируют между высокой доходностью фондов акций и надёжностью фондов облигаций. В фонды облигаций вкладывают консервативные инвесторы. Инвестиции в фонды облигаций целесообразны, когда индивид уже накопил достаточно большую сумму и желает сохранить накопления. В таком положении находятся работники компаний на пике своих возможностей заработка и те, кто уже вышел на пенсию. У этих инвесторов меньший горизонт планирования по сравнению с инвесторами в фонды акций и меньше возможностей получения дохода из источников, отличных от инвестиционного портфеля. С 1984 по 2013 г. количество фондов облигаций выросло в 7,4 раза, с 270 до 2006. Хотя средняя доходность фондов облигаций за 2002–2014 гг. составила 6% годовых, доля их в общем количестве фондов выросла незначительно – с 21,7% в 1984 до 26% в 2013 г. [1]. Среди фондов облигаций особое место занимают фонды, инвестирующие в муниципальные облигации. Основная их особенность заключается в налогообложении: доходы по муниципальным облигациям не облагаются налогом. Однако это важное преимущество не повлияло на снижение количества фондов муниципальных облигаций. Начиная с 1995 г. их количество постоянно снижалось и к

2013 г. снизилось в 2 раза, с 1012 до 560. Доля фондов муниципальных облигаций в общем количестве фондов снизилась с 17,6 до 7,3%, а среди фондов облигаций – с 46,5 до 27,9%. Невысокая доходность фондов облигаций по сравнению с фондами акций привела к снижению их доли в общем количестве взаимных фондов с 39,7% в 1994 г. до 26% в 2013 году.

Смешанные фонды инвестируют в акции и облигации. Их стратегия направлена на сочетание рискованных инвестиций в акции и балансирования риска с помощью облигаций. Иногда смешанные фонды называют сбалансированными фондами. Стратегия объединения портфелей акций и облигаций несёт в себе также увеличение нагрузки по администрированию фонда. Это происходит как с точки зрения необходимости анализа разнотипных инструментов, что увеличивает потребности в квалифицированных сотрудниках и его издержки, так и определённые проблемы при исчислении индивидуальной налоговой ставки для индивидуального инвестора. Это приводит к увеличению комиссии за управление смешанным фондом. Если для фондов облигаций комиссия за управление может составлять от 0,1% (в случае с фондами денежного рынка) до 0,5%, то комиссия за управление смешанным фондом составляет 0,5% – 1%. Помимо комиссии за управление существует также комиссия при покупке паёв, а также при их продаже ранее установленного управляющей компанией срока. Это существенно снижает привлекательность смешанных фондов, по сравнению с фондами как акций, так и облигаций. С 1984 по 2013 г. количество смешанных фондов выросло с 89 до 606 – в 6,8 раз. Но этот устойчивый рост был прерван кризисом доткомов. С 2000 г. количество фондов облигаций стало снижаться. Рост начался только после относительного восстановления фондового рынка в 2010 г. Однако, несмотря на закрытие многих фондов после кризисов 2000 и 2008 гг., доля смешанных фондов изменилась слабо: с 7,2 в 1984 г. до 7,8% в 2013 году.

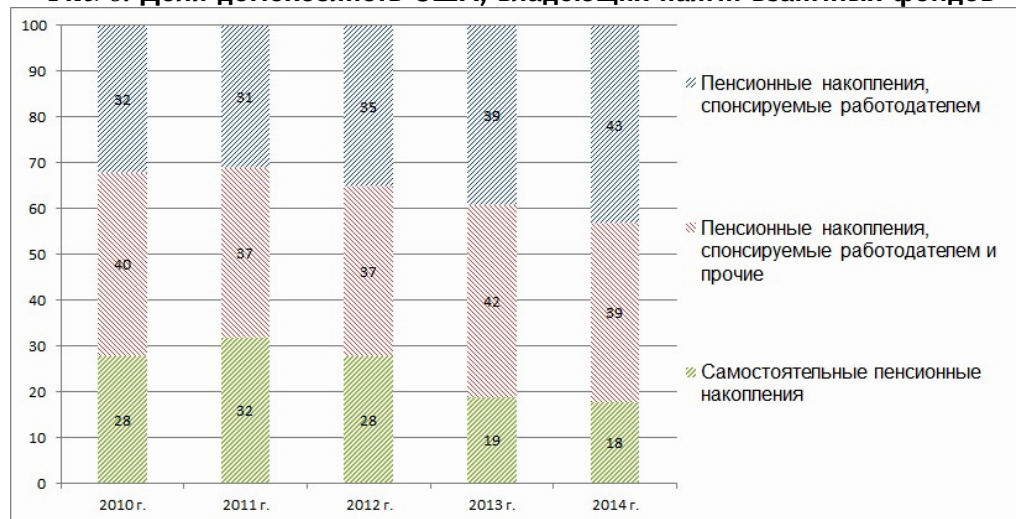
Фонды денежного рынка по сравнению с остальными типами фондов обладают высокой ликвидностью и низкой доходностью. Они конкурируют с банковскими депозитами по уровню доходности и обладают столь же низким уровнем риска, однако вложения в них не застрахованы. Вышеперечисленные свойства фондов денежного рынка привели к снижению их доли в общем количестве взаимных фондов с 34,2% в 1984 г. до 7,2% в 2013 г. при общем росте количества фондов в 6,2 раза. С момента появления фондов денежного рынка в 1973 г. их количество выросло до 543 в 1987 г. Пиковой численности количество фондов денежного рынка достигло в 1997–2001 гг., когда процентные ставки были высоки. После кризиса доткомов количество фондов денежного рынка стало снижаться и вернулось в 2013 г. на уровень 1987 г. – 555 фондов.

Характеристики домохозяйств, инвестирующих средства во взаимные фонды

Паевые инвестиционные фонды в США представляют интерес для широкого круга инвесторов. В 2014 г. вложения в ПИФы сделали 53,2 млн. домохозяйств, что составляет 43,3% общего их количества. На протяжении последних 15 лет доля домохозяйств, владеющих паями, колебалась в среднем на уровне 45%. Доля домохозяйств, владеющих паями, достигала максимума в 2001 г. и составляла 49%. В последние пять лет (2010–2014 гг.) доля домохозяйств, вла-

деющих паями взаимных фондов, составляла в среднем 44,5%. Некоторые работодатели софинансируют пенсионные накопления своих сотрудников.

Рис. 3. Доля домохозяйств США, владеющих паями взаимных фондов



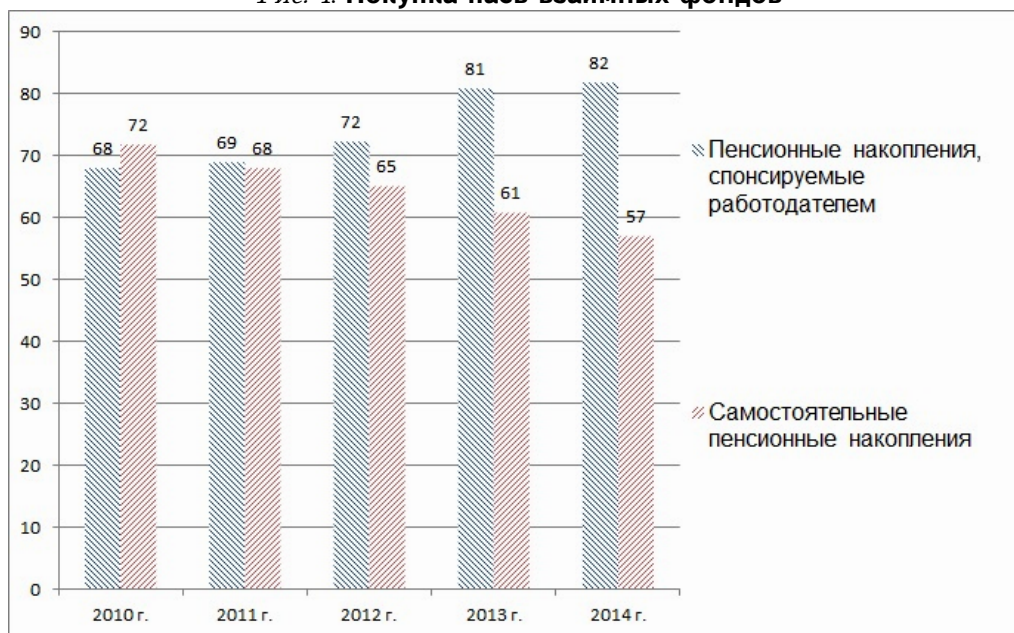
[3].

Доля домохозяйств, чьи пенсионные накопления софинансировались работодателями, выросла с 32% в 2010 г. до 43% в 2014 г. Некоторые домохозяйства используют пенсионные планы работодателя в сочетании с собственными накоплениями. Преимуществом этого вида накоплений для работников является налоговая льгота по подоходному налогу и софинансирование пенсионных накоплений в определённой пропорции, согласно политике компании. Законодательством США предусмотрен налоговый вычет при инвестировании в пределах 5 500 долл. в год с использованием индивидуального пенсионного счёта (IRA), и 18 000 долл. в год по Программе 401(к). Самостоятельные пенсионные накопления в сочетании с помощью работодателя оставались одинаково популярными на протяжении пяти последних лет, – в среднем их было 39%. В то же время домохозяйства стали меньше прибегать к самостоятельному накоплению пенсионных средств при помощи взаимных фондов. Доля домохозяйств, имевших пенсионные накопления, вложенные без участия работодателя, снизилась на 10 процентных пунктов – с 28% в 2010 г. до 18% в 2014 году.

Основными источниками покупки паёв взаимных фондов были самостоятельные покупки паёв и покупки с помощью работодателя, что видно на рис. 4. Если в 2010 г. самостоятельно инвестировали свои пенсионные сбережения 72% домохозяйств, то в 2014 г. – только 57%. При этом к помощи работодателей в 2010 г. прибегали 68% домохозяйств, а в 2014 г. – уже 82%, что превышает долю домохозяйств, не прибегавших к помощи работодателя в 2010 г. на 10 процентных пункта.

Таким образом, способ покупки паёв взаимных фондов за 5 лет изменился от примерно равной доли самостоятельных покупок и софинансирования работодателями к преобладанию софинансирования пенсионных накоплений работодателями. Спонсируемые работодателями пенсионные накопления стали популярнее самостоятельных пенсионных накоплений.

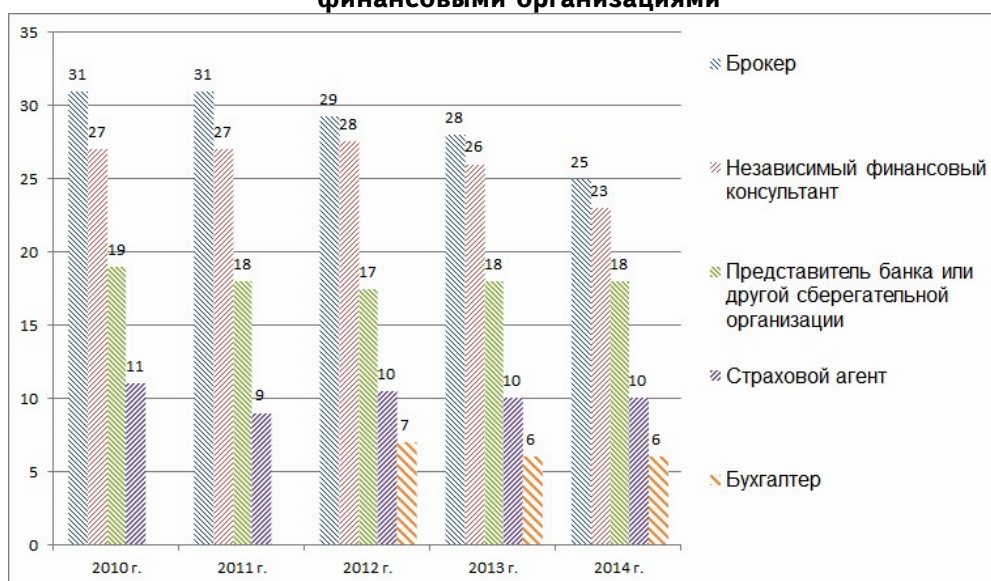
Рис. 4. Покупка паёв взаимных фондов



[3].

Взаимные фонды используют разнообразные каналы продаж своих паёв населению. Через брокера можно приобрести и паи, и любую другую ценную бумагу. Брокер помогает определиться с выбором фонда, но берёт комиссию как за покупку, так и за инвестиционные консультации.

Рис. 5. Каналы продаж паёв фондов, используемые финансовыми организациями



[3].

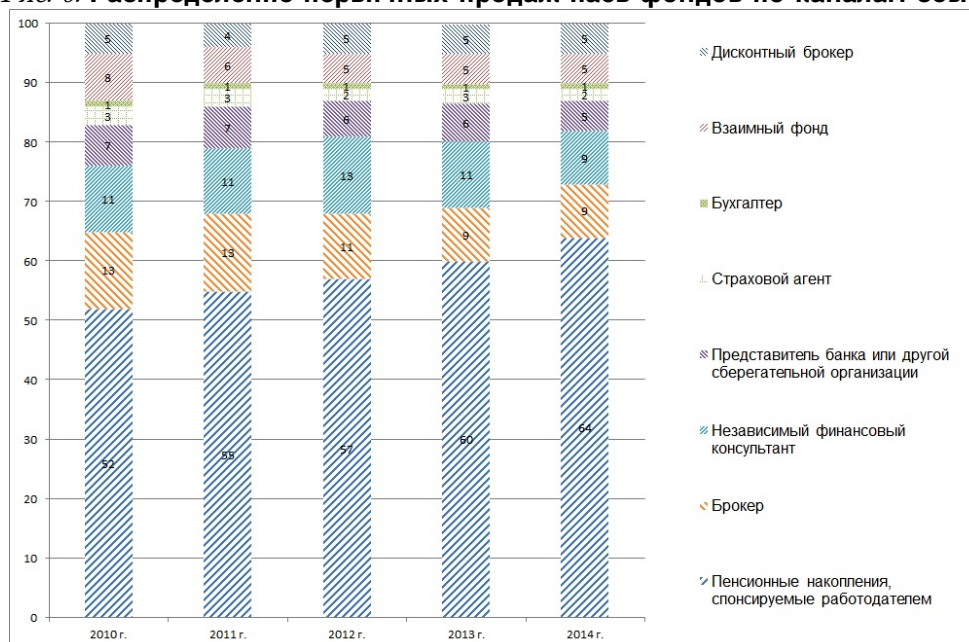
За последние десятилетия возник институт независимых финансовых консультантов. Они помогают выработать стратегию инвестирования, учитывая

все жизненные обстоятельства клиента. Обычно независимые финансовые консультанты предлагают комплексные финансовые решения для индивидов. Эти решения учитывают возраст, специальность, карьерные перспективы, цели индивида, его образ жизни, перспективы роста дохода от основной деятельности. При инвестировании сбережений финансовые консультанты предлагают диверсифицировать вложения, и одной из таких возможностей для клиентов является покупка паёв взаимных фондов.

Паи взаимных фондов можно приобрести в офисе банка или страховой компании. Иногда банки имеют свои управляющие компании, которые предлагают паи через офис банка. При покупке услуги страхования жизни, можно также приобрести паи фондов либо подписку на пенсионную программу. На рис. 5 показано распределение продаж паёв финансовыми организациями.

С 2010 по 2014 г. доля паёв, первично приобретаемых с помощью работодателя, выросла с 52 до 64%. Доля первичных продаж через финансовые организации снизилась с 35% в 2010 г. до 26% в 2014 г. А доля прямых продаж – с 13 до 10%, при этом первичные продажи через взаимные фонды составляли в 2010 г. 8%, а в 2014 г. – только 5%.

Рис. 6. Распределение первичных продаж паёв фондов по каналам сбыта

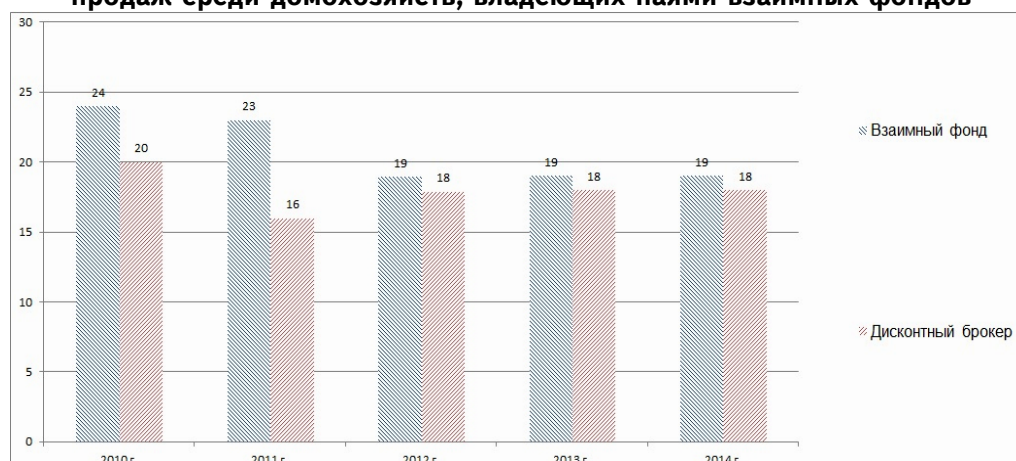


[3].

В распределении каналов сбыта паёв взаимных фондов инвестиционными компаниями также произошли изменения. Домохозяйства, купившие паи взаимных фондов через инвестиционные компании, составляли в 2010 г. 58% от всех владельцев паёв взаимных фондов, в то время как в 2014 г. уже 46%. Роль брокеров снизилась на 6 процентных пунктов – до 25% в 2014 г. по сравнению с 31% в 2010 г. Роль независимых финансовых консультантов также снизилась, но не столь значительно – на 4 процентных пункта, с 27% до 23%. Доля паёв во владении у домохозяйств, купленных через представителей бан-

ков и страховых агентов, за пятилетие 2010–2014 гг. не менялась, оставаясь на уровне 18–19% и 10–11% соответственно.

Рис. 7. Распределение прямых продаж по каналам, доля от прямых продаж среди домохозяйств, владеющих паями взаимных фондов



[3].

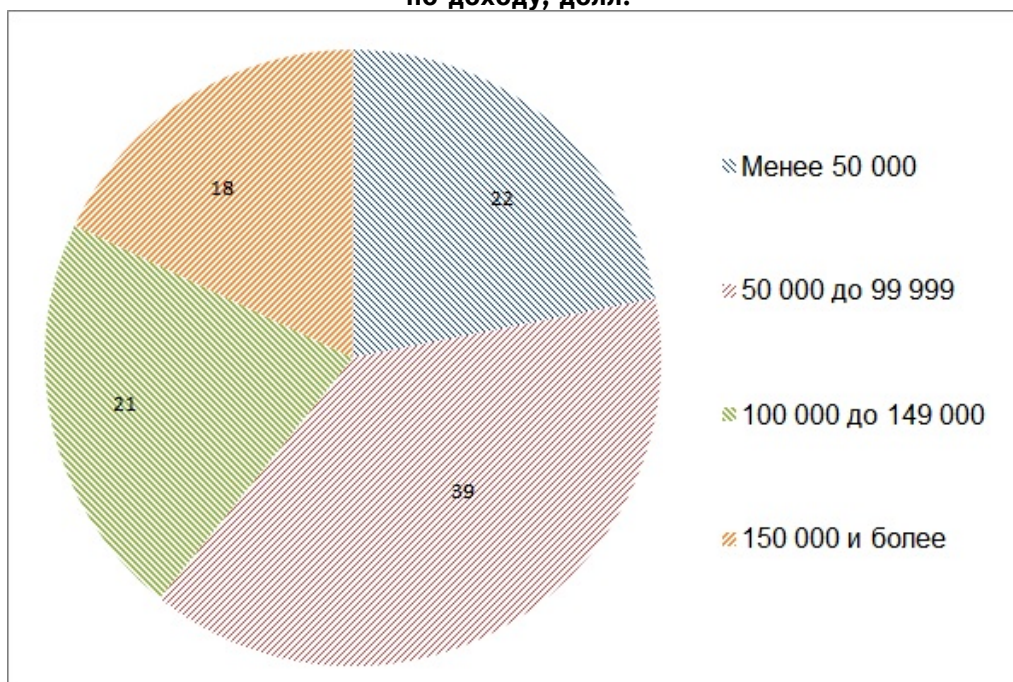
Прямые продажи паёв взаимных фондов осуществляются как непосредственно самими фондами, так и дисконт-брокерами. Дисконт-брокеры не дают финансовых консультаций и за счёт этого снижают цены на свои услуги. Доля домохозяйств, купивших паи взаимных фондов напрямую, снизилась с 36% в 2010 г. до 30% в 2014 г. Сами взаимные фонды также утратили долю в продажах паёв фондов. В 2010 г. паями, купленными непосредственно у взаимных фондов, владели 24% домохозяйств, а в 2014 – 19%. При этом дисконт-брокеры столкнулись с меньшим падением доли паёв, купленных домохозяйствами у них, – с 20% в 2010 г., до 18% в 2014 году.

Сами взаимные фонды сконцентрированы на управлении активами, в то время как продажами паёв занимаются профессиональные инвестиционные компании.

Поскольку почти две трети домохозяйств, вложивших средства в ПИФы, возглавлялись индивидами в возрасте от 35 до 64 лет, можно утверждать, что основным типом инвестора в такие фонды являются семейные люди среднего возраста. Инвесторы во взаимные фонды в основном относятся к среднему классу: 78% домохозяйств, владеющих паями, получали в 2012–2014 гг. годовой доход, превышающий 50 тыс. долл. Самая большая группа домохозяйств имела доход в диапазоне от 50 тыс. до 100 тыс. долл. – 39%, доли групп с доходами от 100 тыс. до 150 тыс. долл. и более 150 тыс. долл. в год составили 21 и 18% соответственно (см. рис. 8).

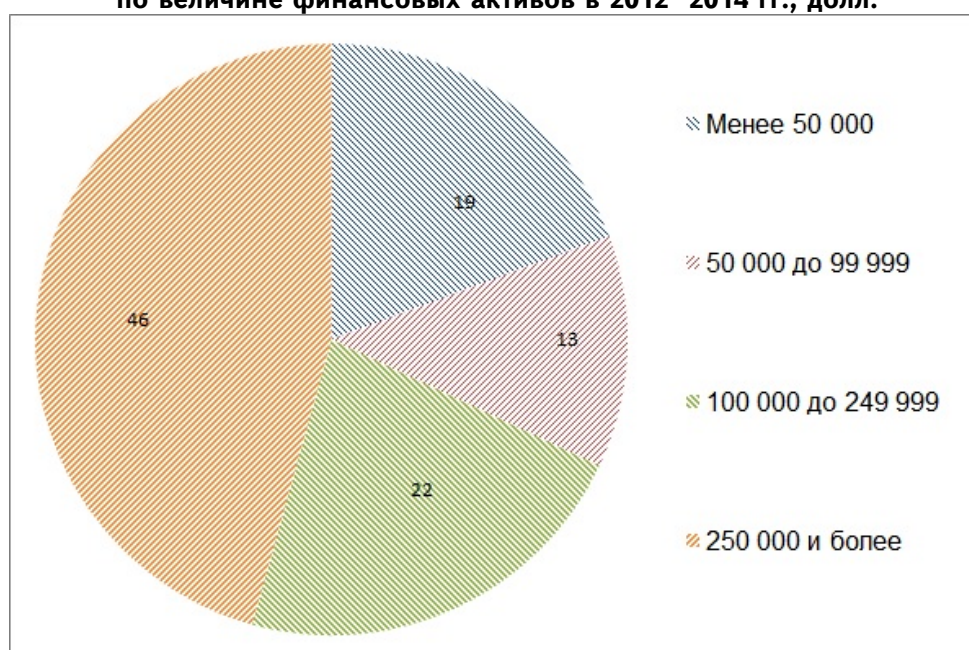
По данным статистики за 2004 г. величина финансовых активов у семей с главами в возрасте от 35 до 54 лет, составляла 328 тыс. долл., из них во взаимные фонды было вложено 85 тыс. долл. (26% всех активов). К 2014 г. у 48% домохозяйств этого типа во взаимные фонды было вложено 75% и более финансовых активов.

Рис. 8. Распределение домохозяйств, владеющих паями взаимных фондов, по доходу, долл.



[3].

Рис. 9. Распределение домохозяйств, владеющих паями взаимных фондов, по величине финансовых активов в 2012–2014 гг., долл.



[3].

Популярность взаимных фондов обусловлена удобством инвестирования, высокой по сравнению с банковскими счетами доходностью, а также широкими возможностями по контролю менеджмента. Статистика по результатам деятельности взаимных фондов обновляется ежедневно и доступна на их сайтах. Это позволяет финансовым консультантам и самим инвесторам проводить актуальную оценку деятельности управляющих взаимными фондами и принимать решения о целесообразности инвестиции в данный фонд. Доля домохозяйств, владеющих финансовыми активами стоимостью более 250 тыс. долл., составила в 2012–2014 гг. в среднем 46% всех домохозяйств, владеющих паями взаимных фондов. Доля домохозяйств в 2012–2014 гг., величина активов которых превышает 50 тыс. долл., составила 81% всех домохозяйств, вложивших деньги во взаимные фонды (см. рис. 9).

Среди инвесторов, вкладывавших в 2012–2014 гг. средства с помощью взаимных фондов, 49% готовы на средний риск и на среднюю доходность. Четверть инвесторов хотели бы получить премию за риск и рассчитывают на компенсацию в виде риск-премии. По 11% составили доли инвесторов, не приемлющих риск и готовых пойти на риск ниже среднего при ожидаемой доходности вложений ниже среднего. Только 5% инвесторов готово к повышенному риску.

Рис. 10. Распределение домохозяйств, владеющих паями взаимных фондов, по склонности к риску



[3].

В 2014 г. 52% активов взаимных фондов находилось под управлением фондов акций, 22% активов было размещено в фондах облигаций, и только 8% – в смешанных фондах, 17% активов управляли фонды денежного рынка. Распределение инвестиций по фондам подтверждает это распределение предпочтений. Фонды облигаций (долгосрочных и краткосрочных) и смешанные фонды относятся к среднерисковым и низкорисковым фондам. Их инвестиционные стили, обусловленные стратегиями портфельных управляющих, нацелены на

сохранение средств вкладчиков при умеренной доходности. Доля активов, вложенных в фонды облигаций, смешанные фонды и фонды денежного рынка, составляет 47,5% всего объема активов взаимных фондов.

Доходность и комиссия за управление взаимным фондом

Доходность ценной бумаги состоит из дивидендов в случае акций или купонных (процентных) выплат в случае облигаций и изменения стоимости ценных бумаг. При инвестировании во взаимный фонд необходимо учитывать плату за управление и налогообложение. Инфляция также оказывает существенное влияние на доходность фондов.

Денежный поток в фонды связан с ситуацией на фондовом рынке. Активы фонда растут, в случае если существует приток средств клиентов и имеет место рост стоимости активов, вложенных в портфель. Приток средств клиентов можно разделить на приток новых клиентов и дополнительные вложения существующих клиентов. Рост стоимости портфеля связан с ростом рынка в целом и с мастерством управляющих.

Доходность зарубежных инвестиций составила в 2003–2010 гг. 13%, что было основной причиной роста количества этих фондов и объема средств под управлением. В то же время на американском рынке фонды акций демонстрировали среднегодовую доходность 8%. Этим обусловлена растущая популярность фондов зарубежных инвестиций.

Приток средств инвесторов во взаимные фонды в 2014 г. составил 102 млрд. долл. Фонды взимают плату при покупке пая (процент от первоначальных инвестиций), ежегодную комиссию за управление в соответствии с пунктом 12b-1 закона «Об инвестиционных компаниях» 1940 г. [5] Эта комиссия включает в себя расходы на административные, управленческие и некоторые технические расходы, такие как бухгалтерские услуги, депозитарий ценных бумаг и поддержку информационной инфраструктуры. Иногда может взиматься штраф за досрочный выход из фонда (или продажу части паёв), если это предусмотрено инвестиционной декларацией. Некоторые фонды берут комиссию за успех, такая комиссия может достигать 20% прибыли. Она включает в себя операционные издержки (от 0,25 до 1%), и процент за успех (от 1 до 3% прироста стоимости портфеля). По форме оплаты за управление фонды делятся на классы.

Комиссия за управления фондами снижалась с 2000 г. в среднем со 160 базисных пунктов* в 2000 г. до 133 в 2014 г. Так, средняя комиссия, взвешенная по величине активов, за управление наиболее сложными в управлении фондами акций с активной стратегией инвестирования с 2000–2014 гг. снизилась со 106 до 86 базисных пунктов. В это же время взвешенная по величине активов комиссия в активно управляемых фондах облигаций снизилась с 87 до 63, а в индексных фондах акций и облигаций – с 27 и 21 до 11 базисных пунктов. Это происходило вследствие роста конкуренции на рынке и роста объема средств. Усиление конкуренции вызвано притоком большого количества новых игроков в отрасль. В каждом сегменте рынка количество фондов выросло с 2000 г. в

* Один базисный пункт равен 0,01 процентного пункта.

несколько раз. Со стороны издержек фондов также происходили благоприятные перемены – развитие информационных технологий. Издержки взаимных фондов непрерывно снижались с 2000 г. Так, в фондах акций в 2000 г. издержки по управлению активами составляли 99 базисных пунктов, а в 2014 г. – уже 70, в то же время в смешанных фондах издержки снизились на 11 базисных пунктов – с 89 в 2000 г. до 78 в 2014 г. В фондах облигаций относительная величина издержек снизилась с 76 базисных пунктов в 2000 г. до 57 в 2014 г. Повышенный рост предложения инвестиционных ресурсов, вызванный притоком средств в фонды, увеличивал средний инвестиционный портфель фонда. Если в 1984 г. в управлении одного взаимного фонда находилось в среднем 300 млн. долл., то в 2000 г. уже – 850 млн. долл., а к 2013 г. средняя величина средств в управлении фондов составляла 1,95 млрд. долл. Комиссия за управление снижалась вследствие роста отдачи от масштаба операции.

Ставка налога на прирост капитала составляет от 15 до 20% в зависимости от дохода, в то время как подоходный налог с заработной платы находится в диапазоне от 10% до 39,6% по прогрессивной шкале, в зависимости от дохода. При ежегодном пополнении пенсионных накоплений во взаимные фонды применяется налоговый вычет. Доходы от инвестиций в фонды муниципальных облигаций не облагаются подоходным налогом.

При существовании большого разнообразия фондов проблема его выбора индивидуальным вкладчиком представляется крайне важной. Фонды реализуют различные инвестиционные стратегии. Под инвестиционной стратегией фонда понимается набор инструментов, в которые ему разрешено инвестировать, его цели и ограничения. Фонды предоставляют подробную отчётность о своей деятельности, включающую ежедневные публикации стоимости пая, стратегии и доли денежных средств, обычно также раскрывается, в какие ценные бумаги инвестируются средства. Такая прозрачность деятельности позволяет исследовать эффективность менеджмента, отслеживать изменения стоимости активов и активность фонда на рынке – по обороту ценных бумаг, его структуре и кассовым остаткам.

Инвесторов больше всего интересует доходность инвестиций. Это наиболее простой и понятный показатель деятельности фонда. Риск представляется более сложным, так как его надо измерить, а вероятность наступления неблагоприятного события – оценить. Таким событием может быть кризис. Рациональные инвесторы понимают, что кризисы случаются, но они всё равно хотят получать максимально возможную доходность при существующем уровне риска. Публичная информация о деятельности фонда обычно включает в себя отчёт о доходности фонда за определённый период, и эта информация публикуется в средствах массовой информации.

Максимизирующие полезность инвесторы хотят знать, какой фонд приносит наибольшую доходность. Для этого они исследуют рейтинги фондов, отражающие доходность фондов за предшествующий год, 3 года, 5 лет. Иногда фонды публикуют среднюю годовую доходность. Эта информация отражает лишь среднюю арифметическую величину прироста стоимости пая, полученную за последние годы, такой измеритель доходности помогает сглаживать резкие колебания стоимости пая, и потери фонда во время кризиса. Менеджеры, рапортовавшие о высоких доходностях во время бума на фондовом рынке в 2005–2007 гг., потеряли много средств вкладчиков во время кризиса. В на-

стоящие время такие фонды докладывают о средней годовой доходности, что скрывает их потери.

Такие рейтинги не позволяют выявить квалификацию портфельных управляющих и следовательно, понять, в какой степени результаты деятельности фонда обусловлены талантом или квалификацией, а в какой обычным везением либо благоприятной экономической конъюнктурой.

Помимо случайности и конъюнктуры рейтинг фонда, опирающийся на доходность, может искажать ситуацию в зависимости от целевого уровня риска, к которому стремится фонд, и собственно квалификации управляющего.

Положения фондов в рейтингах существенно меняется год от года, хотя очевидно, что квалификация управляющих не меняется столь же быстро. Это означает, что существует иная причина нестабильности рейтингов фондов. Предположим, что рейтинги зависят в разной степени от рыночной конъюнктуры, которая значительно меняется от года к году. Поскольку фонды характеризуются различным коэффициентом β (он объясняется ниже), то их доходность будет по-разному меняться в зависимости от рыночной конъюнктуры. Фонды с высоким коэффициентом β будут показывать большую доходность на растущем рынке и попадут в верхние строчки рейтинга, фонды с относительно низким коэффициентом попадут на вершину списка во время падения рынка. Поскольку существует такая зависимость, выявить квалификацию управляющих паевыми инвестиционными фондами достаточно сложно. Строго говоря, эффективность портфельного управляющего можно учитывать в различных измерениях, например, по глубине – величине дополнительного дохода, при том же уровне риска, что и в среднем по рынку; или по ширине – количеству активов, по которым управляющий может получить дополнительный доход.

Для решения этой проблемы следует использовать измерители, учитывающие относительный риск вложений в данный фонд. Это произойдет, если такой измеритель не будет чувствительным к экстремальным значениям риска и не будет выносить фонды с высоким или низким уровнем риска либо в верхние, либо в нижние строчки рейтинга.

Индекс Дженсена использует в качестве точки отсчета линию рынка ценных бумаг [6]. Поскольку нахождение фонда на этой линии является одновременно условием его нахождения в точке равновесия на рынке капитальных активов, то этот индекс показывает меру отклонения от равновесного состояния. Он представляет собой разницу между ожидаемой доходностью портфеля и той ожидаемой доходностью, которая была бы у этого портфеля, если бы он находился на линии рынка ценных бумаг.

$$J_p = E(r_p) - (r_F + (E(r_m) - r_F)\beta_p)$$

$E(r_p)$ - ожидаемая доходность портфеля

r_F - безрисковая процентная ставка

$E(r_m)$ - ожидаемая доходность рыночного индекса

β_p - β -коэффициент портфеля

Теоретически индекс Дженсена как критерий для ранжирования паевых инвестиционных фондов должен быть нечувствительным к риску фонда и рыночной конъюнктуре, поскольку он измеряет дополнительную доходность, по-

лученную сверх той, которая предполагается, исходя из положения портфеля на линии рынка ценных бумаг. Индекс Дженсена чувствителен лишь к глубине, т.е. он учитывает превышение доходности над рыночной равновесной доходностью, но игнорирует эффект диверсификации (ширину). Поэтому его нельзя рассматривать как точный способ оценки эффективности управления портфелем ценных бумаг.

Индекс Трейнора показывает величину премии за риск, полученную за каждую единицу взятого риска, измеренного с помощью β -коэффициента [9].

$$T_p = \frac{E(r_p) - r_F}{\beta_p}$$

$E(r_p) - r_F$ - премия за риск

β_p - коэффициент бета портфеля

Он не только оценивает величину избыточной доходности, но и показывает, насколько фонд превышает по доходности другие фонды при том же уровне риска; в этом преимущество индекса Трейнора над индексом Дженсена. Индекс Трейнора тоже не учитывает эффект диверсификации, поскольку измеряет риск в виде β -коэффициента. Это означает, что сколько бы новых ценных бумаг не включалось менеджментом фонда в портфель, β -коэффициент не будет снижаться при заданной величине избыточной доходности (увеличивая индекс Трейнора) – он по-прежнему останется взвешенной средней β -коэффициентов ценных бумаг, входящих в портфель. Таким образом, при использовании индекса Трейнора для ранжирования паевых инвестиционных фондов, невозможно полностью отделить везение управляющего от его таланта, но можно показать, что избыточный доход был получен не только в результате благоприятной рыночной конъюнктуры.

Коэффициент Шарпа использует в качестве точки отсчёта линию рынка капитала [8]. Он показывает величину премии за риск в расчёте на единицу принятого риска, измеренного с помощью стандартного отклонения от ожидаемой доходности. Коэффициент рассчитывается как отношение премии за риск к стандартному отклонению портфеля.

$$S_p = \frac{E(r_p) - r_F}{\sigma(r_p)}$$

$E(r_p) - r_F$ - величина премии за риск

$\sigma(r_p)$ - среднеквадратическое отклонение портфеля

Для определения качества работы менеджмента паевого инвестиционного фонда нужно сравнить коэффициент Шарпа для портфеля фонда с коэффициентом Шарпа для выбранного рыночного индекса. Более высокий коэффициент Шарпа для данного портфеля указывает на то, что управляющий переиграл рынок, т.е. его деятельность принесла плоды – результат не является просто везением или удачно пойманной волной рыночной конъюнктуры. Поскольку в качестве точки отсчёта используется линия рынка капитала, то равенство коэффициента Шарпа портфеля коэффициенту Шарпа рыночного индекса означает, что менеджер, исходя из рыночного уровня риска, не заработал ничего сверх того, что можно было заработать, просто копируя рыночный

индекс. Как мера эффективности управляющего паевым инвестиционным фондом коэффициент Шарпа чувствителен как к эффекту диверсификации, поскольку основным следствием диверсификации является снижение общего риска портфеля ценных бумаг, так и к изменениям избыточного дохода. Таким образом, коэффициент Шарпа оценивает талант менеджмента инвестиционного фонда в обоих измерениях – и по ширине и по глубине.

Индексы Дженсена и Трейнора и коэффициент Шарпа позволяют описать деятельность портфельного управляющего с точки зрения, эффективности, выраженной в способности получать избыточный доход, по сравнению с заложенной в рыночную модель CAPM*, и снижать риск инвестиций за счет широкой диверсификации. Проранжировав фонды по этим индексам, можно получить рейтинги, на основе которых создаётся пул фондов для инвестирования. В пул входят фонды, получившие наибольшее число баллов, соответствующее частоте их присутствия в рейтинге по каждому из показателей эффективности.

Взаимные фонды играют одну из ключевых ролей в формировании богатства населения в США, в них сосредоточено 15,85 трлн. долл. финансовых активов населения. Это 27% финансовых активов домохозяйств США.

С помощью взаимных фондов финансируется внутренний долг страны. Держателями большей части облигаций внутреннего займа на муниципальном уровне являются взаимные фонды. Такая ситуация сложилась благодаря налоговым льготам, стимулирующим вложения в данный тип фондов.

Благодаря этим фондам и страховым компаниям, финансируется общественный сектор. Инфраструктурные проекты финансируются за счёт размещения долгосрочных облигаций на фондовом рынке. Такие облигации покупаются взаимными фондами для снижения риска портфеля, поскольку обладают высокой надёжностью.

Взаимные фонды облигаций, специализирующиеся на вложениях в государственные и муниципальные облигации, способствуют устойчивости рынка госдолга, предлагают кредитные ресурсы на рыночных условиях и способствуют оптимизации бюджетных затрат. Они аккумулируют сбережения населения и предъявляют спрос на вторичном рынке ценных бумаг, поддерживая тем самым уровень капитализации рынка. Являясь одним из важнейших источников предложения капитала, они являются важным фактором воспроизводства и способствуют финансово экономической устойчивости частного сектора экономики.

В последние десятилетия происходит замещение труда капиталом, доля труда в добавленной стоимости снижается, а доля капитала возрастает. Особенно резко понижается доля неквалифицированного труда. Именно стремительное снижение затрат компаний на неквалифицированный труд вызывает общее понижение спроса на труд, как на фактор производства [2]. Доля заработной платы в ВВП стран мира сократилась в последние десятилетия в среднем на 6 процентных пунктов [7]. В связи со снижением доли труда в добавленной стоимости, связанным с её перетоком в сторону капитала, возникают новые распределительные проблемы. От справедливой компенсации труда общество переходит к справедливой доходности капитала. Это проблема и про-

* Модель CAPM – зависимость между рыночным риском и требуемой доходностью. – *Прим. ред.*

является в деятельности фондов прямых инвестиций (выбор направлений инвестирования обусловлен неэкономическими факторами) и венчурных фондах. Крупные институциональные инвесторы имеют более широкий спектр инвестиционных возможностей, чем индивидуальные инвесторы. Некоторые инвесторы не имеют доступа к рынку капитала из-за ограничений регуляторов. Паевые инвестиционные фонды как солидарная институционализированная система инвестирования преодолевают проблему распределительного неравенства среди инвесторов. Можно говорить, что в вопросе инвестиций фонды обладают большой переговорной силой, что даёт им возможность защитить интересы инвесторов. Фонд – это своеобразный инвестиционный кооператив. Через него осуществляется ассоциированное инвестирование.

Ключевые выводы

- Взаимные фонды имеют большое значение в системе аккумуляции сбережений населения США и предъявляют спрос на вторичном рынке ценных бумаг, поддерживая тем самым уровень капитализации рынка. Вложения во взаимные фонды в 2014 г. сделали 43% домохозяйств.
- Взаимные фонды обеспечивают доступ на рынок капитала среднему классу.
- Фонды создают добавленную стоимость, обеспечивая доступ индивидуальных инвесторов к инвестиционным возможностям, которые недоступны для них при индивидуальном инвестировании.
- При налогообложении отдаётся предпочтение доходам на капитал, а не заработной плате. Население стимулируют вкладывать деньги, а не работать по найму.
- Взаимные фонды обеспечивают возможности выхода на биржу для инновационных компаний. Таким образом, система взаимных фондов содействует инновационному развитию экономики.
- Взаимные фонды предъявляют спрос на вторичном рынке ценных бумаг, поддерживая тем самым уровень капитализации рынка.
- С помощью взаимных фондов финансируется внутренний долг страны как на федеральном уровне, так и на уровне штатов. Взаимные фонды являются держателями облигаций внутреннего займа на муниципальном уровне.

Список литературы

1. ICI Research Perspective Washington, 2014, 9.05.20. (www.ici.org).
2. IMF World Economic and Financial Surveys, April 2007 (www.imf.org).
3. Institute Investment Company 2014 Investment Company Fact Book. (www.icifactbook.org).
4. Internal Revenue Service (www.irs.gov).
5. Investment Company Act (1940).
6. *Jensen M.C.* Risk, The Pricing of Capital Assets, and The Evaluation Investment Portfolios // The Journal of Business, Vol. 42, No. 2 (April, 1969), p. 167-247.
7. *Karabarbounis L., Neiman B.* The Global Decline of the Labor Share. NBER Working Paper No. 19136. W.: NBER, 2013.
8. *Sharpe W.F.* Mutual Fund Performance // The Journal of Business. 1966, No. 39(1) p. 119-138.

9. Treynor J.L. How to Rate Management of Investment Funds // Harvard Business Review. 1965, № 43(1), p. 63-75.
10. U.S. Census Bureau (www.census.gov).

Mutual Funds on U.S. Stock Market
(USA ❖ Canada Journal, 2016, No.1, p.68-86)
Received 15.06.2015.

*KUZNETSOV Anton Aleksandrovich, Lomonosov Moscow State University,
1-46, Leninskiye Gori, Moscow 119991, Russian Federation.*

*Mutual funds are an important part of American financial system. The article describes households' experience of investing in mutual funds. Households behavior and U.S. mutual funds dynamics are analyzed. The suggestions about economical sense of mutual funds activities are proposed. **Keywords:** mutual funds, asset management, investment strategy, optimal portfolio.*

About the author:

KUZNETSOV Anton Aleksandrovich, post-graduate student, Chair of political economy of the Department of Economics.