

## **ЧЕЛОВЕЧЕСКИЙ ФАКТОР В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ И КОНСОЛИДАЦИИ ФИНАНСОВОЙ ИНДУСТРИИ**

Симонов А. Ю.

зав. научно-исследовательской лабораторией, Международная лаборатория эмпирических исследований финансовых рынков, ИПЭИ, к.ф.-м.н.

Зямалов В. Е.

Н.с. Международная лаборатория эмпирических исследований финансовых рынков, ИПЭИ

Сухобок О. А.

М.н.с. Международная лаборатория эмпирических исследований финансовых рынков, ИПЭИ

Несмотря на спорную репутацию, портфельные менеджеры паевых фондов остаются в числе самых высокооплачиваемых специалистов в сфере финансовых услуг. Это создает все предпосылки к тому, чтобы портфельные менеджеры всеми силами стремились сохранить свои рабочие места. В данной работе мы исследуем влияние продажи управляющей компании на поведение портфельных менеджеров и их дальнейшие карьерные возможности. В отличие от большинства других исследований, мы имеем возможность рассматривать подвыборку случайных продаж (или продаж всей управляющей компании), как экзогенный шок в их карьере. В этих реалиях портфельные менеджеры могут быть уволены, оставлены на своем месте или получить повышение. Мы также рассмотрели связь особенностей карьер менеджеров российских паевых фондов на результаты их деятельности.

## **HUMAN FACTOR IN THE SITUATION OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE FINANCIAL INDUSTRY**

Simonov A.

Head of the International Laboratory of Empirical Finances, PhD

Zyamalov V.

Researcher, International Laboratory of Empirical Finances

Sukhobok O.

Junior researcher, International Laboratory of Empirical Finances

Despite a controversial reputation, mutual fund portfolio managers remain among the highest paid professionals in the financial services industry. This creates all the prerequisites for portfolio managers to do their best to keep their jobs. In this paper, we examine the impact of selling a management company on the behavior of portfolio managers and their future career opportunities. Unlike most other studies, we have the ability to view a subsample of random sales (or sales of an entire management company) as an exogenous shock to their careers. In these realities, portfolio managers can be fired, left in place, or promoted. We also examined the relationship between the characteristics of the careers of Russian mutual fund managers and the performance of these funds.

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	3
1 Обзор литературы.....	5
2 Американский рынок .....	11
2.1 Статистика по числу ушедших и пришедших менеджеров фондов .....	11
2.2 Регрессионный анализ показателей, определяющих вероятность ухода и прихода менеджеров паевых фондов.....	13
3 Российский рынок .....	19
3.1 Данные .....	19
3.2 Обсуждение данных .....	22
3.3 Регрессионный анализ показателей эффективности фондов .....	22
3.4 Регрессионный анализ показателя риска.....	27
2.5 Регрессионный анализ показателей активности управления .....	28
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	31
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ .....	33

## ВВЕДЕНИЕ

Несмотря на спорную репутацию, портфельные менеджеры паевых фондов остаются в числе самых высокооплачиваемых специалистов в сфере финансовых услуг. Данная ситуация создает все предпосылки к тому, чтобы портфельные менеджеры всеми силами пытаются удержать свое рабочее место. Одной из первых классических работ по исследованию рынка труда портфельных менеджеров является исследование Chevalier and Ellison [1]. В своей работе авторы показывают, что вероятность увольнения наиболее чувствительна к показателям доходности фонда для молодых специалистов. Это приводит к тому, что молодые портфельные менеджеры копируют стратегии друг друга для того, чтобы было сложнее выбрать наиболее слабых из них для увольнения. Очевидно, что данная стратегия оказывает непосредственное воздействие на характеристики фондов и всей управляющей компании.

В данной работе мы исследуем влияние продажи управляющей компании на карьерные возможности портфельных менеджеров. В отличие от большинства других исследований, мы имеем возможность рассматривать подвыборку «случайных» продаж (продажа всего конгломерата) как экзогенный шок в их карьере. В этих реалиях портфельные менеджеры могут быть уволены, оставлены на своем рабочем месте или же получить повышение. В зависимости от оценки вероятности этих событий, портфельные менеджеры могут изменить стратегию поведения непосредственно перед слиянием управляющих компаний, что отразится на показателях их фондов. Таким образом, основной задачей исследования является анализ слияния управляющих компаний на уровне портфельных менеджеров и влияние этого события на их стратегию поведения. В рамках данного проекта будут использованы данные по слияниям управляющих компаний, основные характеристики фондов будут взяты из CRSP Mutual Fund Database, данные по портфельным менеджерам – из Morningstar Database.

Целью исследования является исследование влияния продажи управляющей компании на поведение портфельных менеджеров и их дальнейшие карьерные возможности.

В данном исследовании будут решены следующие задачи:

- 1) Изучение особенностей увольнения и найма портфельных менеджеров в период подготовки сделки по слиянию двух управляющих компаний,
- 2) Изучение факторов, влияющих на вероятность сохранения менеджером своего рабочего места в период проведения сделки по слиянию управляющих компаний,

Исследовательская работа начнется с краткого обзора литературы, касающейся трудовым отношениям на рынке паевых инвестиционных фондов. После этого будут

рассмотрены результаты для американского рынка паевых фондов, касающиеся карьерных движений менеджеров в периоды сделок по слиянию и поглощению управляющих компаний, и результаты для российского рынка, касающиеся влиянию особенностей карьеры менеджеров паевых фондов на показатели эффективности их работы.

Настоящее исследование логически продолжает ранние исследования авторов, результаты которых представлены, в частности, в статье Иноземцева, Симонова и Горяева [2] и статье Иноземцева и Симонова [3].

## 1 Обзор литературы

Chevalier and Ellison [1] изучали влияние наблюдаемых эффективности работы фонда и поведенческих особенностей их менеджеров. Первым результатом авторов стал тот факт, что компании постоянно обновляют свои ожидания относительно способностей менеджеров. При этом, портфельные решения менеджеров, проконтролированные на их общую эффективность, могут быть статистически значимым предиктором вероятности потери работы менеджером. Например, более молодые менеджеры наказываются за существенные отклонения от ежемесячного показателя доходности их целевой группы, высокий уровень несистематического риска. Более того, подобное поведение существенно повышает шансы этих менеджеров на увольнение, что побуждает молодых менеджеров быть менее инициативными и меньше «отбиваться от стада», принимая на себя меньше несистематического риска.

Khorana [4] изучал связь между эффективностью открытого паевого инвестиционного фонда и сменой его управляющего. Оценка логистических моделей показала, что между прошлой эффективностью фонда и вероятностью смены его руководства есть обратная связь, причем данный результат является робастным относительно различных показателей эффективности фонда, в том числе прироста активов фонда и скорректированных на риск доходностей. Причем особенно сильное влияние на вероятность смены управляющих оказывает эффективность их работы за последние два года.

Khorana [4] также показал, что менеджеры, которые были смещены со своих постов, проводили более рискованную политику управления портфелями и были менее эффективными в плане издержек. Их портфели имели более высокий систематический риск в течение двух лет перед сменой руководства.

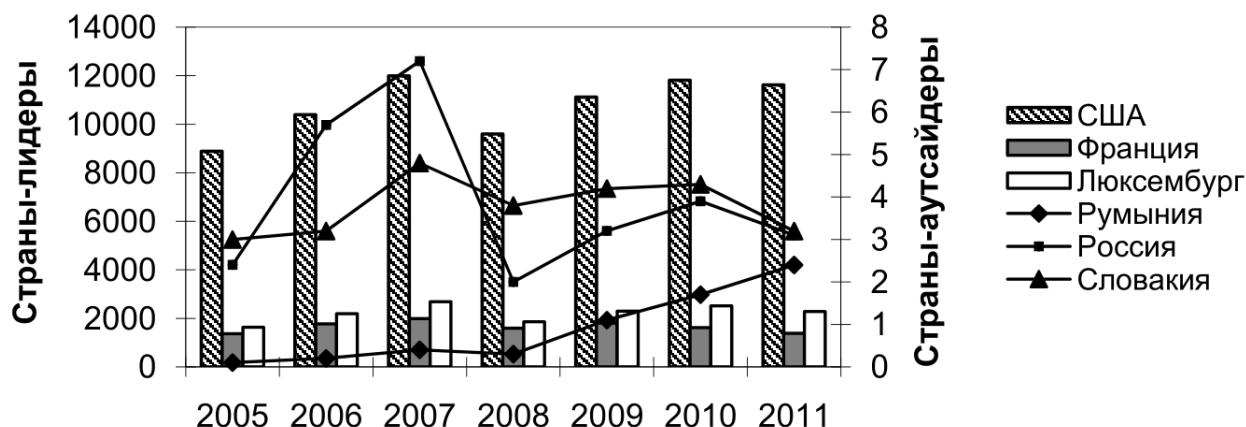
Weisbach [5] показал, что на показатели эффективности паевых фондов существенное влияние оказывает соотношение внешних и внутренних директоров в советах директоров. Компании, в управляющих органах которых внешние директора имеют преимущество, имеют тенденцию увеличивать свою стоимость при смене своего главного исполнительного директора (CEO). Причем если эта смена следовала за периодом низких показателей деятельности компании, то данный прирост эффективности оказывался еще бóльшим. Weisbach не смог обнаружить аналогичное поведение в случае компаний под преимущественным управлением инсайдеров. Он также не обнаружил статистически значимой связи этого прироста эффективности со структурой собственности, размером компании или отрасли, в которой работает компания.

Fee et al. [6] рассмотрели весьма необычный пример карьерных движений тренеров футбольных команд Национальной футбольной лиги США на периоде 1970-2001 годов. Авторы получили результаты, говорящие о том, что более высокая эффективность работы тренера связана с повышенной вероятностью получения предложения о переходе на более высокую должность со стороны внешнего рынка труда. При этом на вероятность получения предложений на внутреннем рынке труда – другими словами, вероятность повышения внутри управленческой иерархии команды – показатели эффективности тренера не влияют. Авторы дают этому следующее объяснение. Во-первых, более высокие результаты команды снижают вероятность освобождения мест в высшем руководстве команды. То есть чем выше усилия и эффективность работы тренера, тем ниже вероятность появления внутренних вакансий. Более того, при появлении внутренней вакансии, дополнительные усилия тренера, по-видимому, не повышают шансов на повышение. Во-вторых, авторы показали, что внешние наниматели ориентируются преимущественно на индивидуальные показатели тренера, показатели команды в целом не играют определяющей роли.

Lehn and Zhao [7] сравнивали вероятность увольнения CEO компании в зависимости от результатов проведенных ими сделок по слияниям и поглощениям. Выборка из 714 компаний, завершивших сделки по слиянию и поглощению в период с 1990 по 1998 год, показала, что главный операционный директор, ответственный за сделку, повлекшую за собой снижение показателей эффективности компании, имеет более высокие шансы на увольнение по сравнению с менеджерами, повысившими показатели эффективности компании. С другой стороны, управляющие, остановившие сделки по поглощению после обнаружения рисков падения стоимости акций их компаний, имеют меньшую вероятность увольнения.

Cichello et al. [8] использовали информацию о карьерных перемещениях руководителей подразделений для определения детерминант этих изменений. Первое, что они показали, это то, что компании склонны использовать внешние рыночные целевые показатели при принятии решений о продвижении того или иного сотрудника. При этом они не обнаружили свидетельств использования для этих целей внутренних сравнений с управляющими другими подразделениями внутри компании. Далее, авторы показали, что основным критерием продвижения менеджера по службе является относительная эффективность работы подразделения по сравнению с другими подразделениями внутри компании, нежели эффективность работы подразделения сама по себе. Тем самым они показали признаки стремления создавать внутри компании конкуренцию среди управляющих.

Российский рынок паевых инвестиционных фондов активно развивается, однако существенно отстает от западных рынков. Как отмечает Кондратьева [9], по состоянию на 2011 год российский рынок находился в числе аутсайдеров с объемом совокупных чистых активов в районе 3 миллиардов долларов США (для сравнения, общий объем совокупных чистых активов для американского рынка составил в том же году 12 триллионов долларов США).



Примечание – источник [10]

Рисунок 1 – Совокупные чистые активы в период 2005-2011 годов

В работе доктора экономических наук А.В. Пенюгаловой и аспиранта Кубанского государственного университета А.Н. Аипова [11] описывается краткая история развития российского рынка паевых инвестиционных фондов. Первыми финансовыми институтами современной России стали коммерческие банки и чековые инвестиционные фонды (ЧИФы). Проблема двойного налогообложения, съедающая доходность инвесторов, и неразвитость вторичного рынка финансовых инструментов предопределили судьбу этих фондов. Активный рост отрасли ПИФов в России был обусловлен принятием в 2004 году Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) пакета нормативных документов, регламентирующих правовой режим их функционирования. При этом первые паевые инвестиционные фонды появились в конце 1996 года.

Во время кризиса 1998 года ПИФы показали свою устойчивость, поскольку ни один из них не прекратил свою деятельность и не объявил о своем банкротстве. В период между двумя кризисами 1998-2008 годов бурный рост фондового рынка способствовал росту отрасли ПИФов. Однако катастрофическое падение финансового рынка в конце 2008 года привело к снижению чистых активов паевых фондов облигаций на 10-15%, смешанных фондов акций – до 52%. Единственными фондами, продемонстрировавшими положительную доходность, оказались фонды денежного рынка. Но восстановление рынка в 2009 году способствовало рекордным доходам отрасли паевых инвестиционных фондов в этот период.

В работе Аипова [12] отмечается, что мировой финансовый кризис оказал сильное влияние на российский рынок паевых инвестиционных фондов. По мнению автора, это связано с двумя факторами. Во-первых, кризис оказал существенное влияние на фондовый рынок, инструменты которого составляют основную часть портфелей отечественных фондов. Во-вторых, у большинства управляющих российскими фондами отсутствует опыт управления в кризисных условиях.

По мнению автора, в кризисный период инвесторам выгодно входить в фонды, так как рынок находится на низком уровне и можно ожидать его рост. С другой стороны, менеджерам агрессивных фондов, по мнению автора, следует ориентироваться на наиболее ликвидные рыночные инструменты, обращая внимание на бумаги второго-третьего эшелона. При этом для правильной оценки ценных бумаг следует учитывать не только соотношение «риск-доходность», но и обращать особое внимание на ликвидность. Менеджерам более спокойных фондов следует ориентироваться на инвестирование в бумаги первого эшелона.

В работе аспиранта Ростовского государственного экономического университета А.П. Белокопя [13] рассматривается альтернативный механизм привлечения финансирования – ЗПИФы (закрытые паевые инвестиционные фонды). Автор отмечает, что традиционные методы привлечения финансирования обладают следующими недостатками:

- Долевое финансирование: необходимость проведения громоздкой процедуры IPO для эмиссии акций, риски в связи с изменениями структуры собственности;
- Долговое финансирование: ограничения по срокам, необходимость залога, фиксированная ставка.

Данные недостатки преодолеваются в случае использования ЗПИФов, дополнительно решающих проблему защиты имущества ослабленных кризисом предприятий.

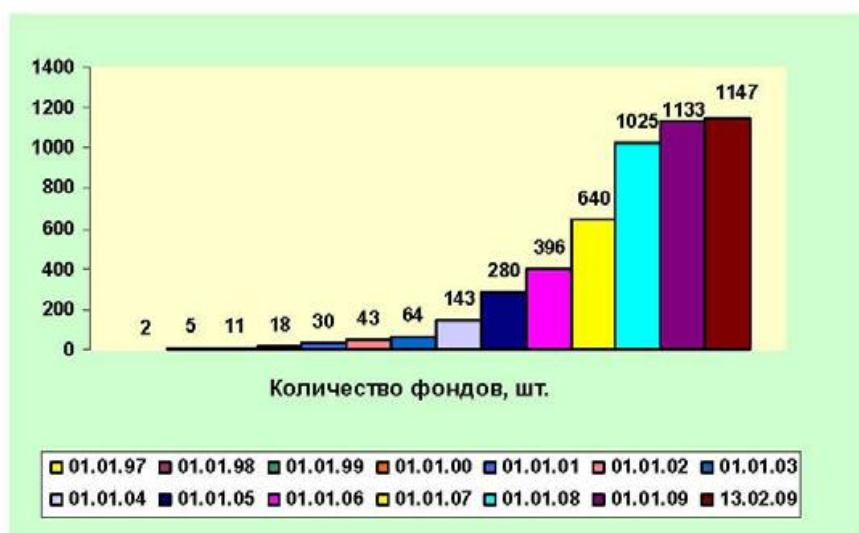
И.Н. Дарсалия [14] из Волгоградского филиала РАНХиГС отмечал, что отрасль ЗПИФов является относительно молодой, но активно развивающейся, особенно в области недвижимости. По состоянию на конец 2008 года на фондовом рынке России присутствовало 1040 паевых фондов, из которых 486 составляли закрытые паевые фонды различной направленности, в том числе 358 фондов недвижимости.

Финансовый кризис 2008 года породил ряд опасений относительно сложностей в работе этих фондов. Рентные фонды подвержены снижению спроса на недвижимость и падению ставок аренды, напрямую влияющих на доходность фондов. Строительные



фонды подвержены большему числу рисков, связанных в том числе с падением спроса на жилую недвижимость и большому числу объектов на начальной стадии строительства.

В работе Морозова и Борисовой [10] также рассматривается динамика роста рынка российских закрытых паевых инвестиционных фондов. Приведенная в работе статистика показала, что в период 2004-2009 годов рынок пережил бурный рост. При этом объем активов закрытых паевых фондов недвижимости составляет 75% от всей отрасли ПИФов.



Примечание – источник [10]

Рисунок 2 – Количество фондов в период 1997-2009 годов

В своей работе О.А. Банк [15] рассмотрела различные подходы к управлению российскими паевыми фондами в кризисные периоды. Автор отметила, что эффективность паевых фондов оценивается по их способности генерировать доходность в условиях растущего рынка, падающего рынка и рынка, на котором нет устойчивого направления движения цен акций. При этом фонды разных стилей демонстрируют разные результаты, что связывается с отличиями в используемых наборах финансовых инструментов.

Различия в наборах используемых финансовых инструментов связаны, прежде всего, с тем, что эти наборы определяются стратегией фонда, которая легко поддается текущей корректировке, но достаточно тяжело изменяется в долгосрочной перспективе. Несмотря на то, что в период финансовых кризисов наиболее предпочтительными являются банковские депозиты и облигации, паевые фонды не могут переключиться на эти инструменты в силу стратегических и регуляторных причин: «по российскому законодательству, обычный ПИФ (кроме ПИФов облигаций) должен находиться не менее чем на половину фонда в акциях 2/3 времени каждого квартала». То есть паевые фонды

имеют крайне ограниченные возможности инвестирования в нехарактерные для его стратегии активы.

Автор также указывает на потенциальную причину кризиса рынка коллективного инвестирования в России. Он отмечает нерациональность решений управляющих паевых фондов, не учитывающих реальные темпы экономического роста и ориентирующихся на действия конкурентов. Для преодоления проблемы нерациональности автор выдвигает ряд рекомендаций для управляющих:

- Учет отношения «риск-доходность» и правильная постановка задачи оптимизации портфеля;
- Поддержание адекватной ликвидности портфеля;
- Непрерывный мониторинг состояния рынка и портфеля;
- Обязательная диверсификация портфеля;
- Учет возможности ситуации «перегретого» рынка;
- Предпочтение стабильной оптимальной для отрасли доходности нежели редких пиковых результатов.

## 2 Американский рынок

Использованные нами данные по американскому рынку паевых инвестиционных фондов основываются на объединении баз данных CRSP Mutual fund database и Morningstar.

В таблице 1 приведена краткая статистика по количеству управляющих фондов покинувших или, наоборот, пришедших в фонды США в период с 4 квартала 1998 по 3 квартал 2012 года. Рассматриваются все типы фондов: активные и пассивные, фонды акций и прочие, домашние и международные. В таблице приведены статистики по следующим переменным:

- Num\_of\_leaving – число менеджеров, покидающих фонды;
- Num\_of\_starting – число менеджеров, приходящих в фонды;
- Num\_of\_managers – число менеджеров, заявленных как таковые, в среднем за квартал;
- Num\_of\_managers\_eff – эффективное число менеджеров, не включающие дублирующиеся в силу ухода менеджера из одного фонда и его приход в другой фонд, записи.

Таблица 1 – Описательная статистика

variable	mean	sd	p5	p25	p50	p75	p95	N
num_of_leaving	0.09	0.51	0	0	0	0	1	307715
num_of_managers	2.54	2.30	1	1	2	3	6	307715
first_managers_start	1.00	0.00	1	1	1	1	1	4442
num_of_starting	0.09	0.52	0	0	0	0	1	307715
num_of_managers_eff	2.44	2.20	1	1	2	3	6	307715

Примечание – расчеты авторов

### 2.1 Статистика по числу ушедших и пришедших менеджеров фондов

Проанализируем совокупную выборку продаж фондов. Мы рассмотрели кварталы относительно квартала продажи фонда  $t$ . Выборка проданных фондов была зафиксирована в квартал продажи; в дальнейшем исследовались события в окрестности этого момента времени.

В таблице 2 приведена сводная статистика по всем фондам. В таблице показано число фондов, число менеджеров в которых менялось в определенный квартал до или после момента продажи фондов.

Таблица 2 – Все продажи управляющих компаний

Кварталов относительно момента продажи	Число сохранившихся проданных фондов	Все продажи					
		Число фондов с ушедшими менеджерами			Число фондов с пришедшими менеджерами		
		Число фондов	Всего фондов	%	Число фондов	Всего фондов	%
t-7	2317	76	1374	0.06	98	1450	0.07
t-6	2381	86	1488	0.06	84	1488	0.06
t-5	2468	102	1551	0.07	88	1551	0.06
t-4	2547	89	1590	0.06	82	1590	0.05
t-3	2621	91	1613	0.06	93	1613	0.06
t-2	2651	156	1634	<b>0.10</b>	160	1634	<b>0.10</b>
t-1	2687	101	1656	<b>0.06</b>	96	1656	<b>0.06</b>
t	2733	145	1677	<b>0.09</b>	141	1677	<b>0.08</b>
t+1	2373	139	1477	<b>0.09</b>	183	1477	<b>0.12</b>
t+2	2287	109	1431	<b>0.08</b>	102	1431	<b>0.07</b>
t+3	2187	133	1366	<b>0.10</b>	157	1366	<b>0.11</b>
t+4	2087	89	1302	0.07	118	1302	<b>0.09</b>
t+5	1965	88	1222	0.07	94	1222	0.08
t+6	1902	66	1189	0.06	77	1189	0.06
t+7	1818	70	1077	0.06	73	1147	0.06
Непроданные фонды		14357	248715	0.06	15156	248715	0.06

Примечание – расчеты авторов

Результаты показывают, что в окрестности двух кварталов до и трех кварталов после полной продажи управляющей компании наблюдается некоторая повышенная активность в плане ухода менеджеров из одних фондов и их прихода в другие фонды.

В качестве контрольной группы была рассмотрена группа продаж фондов, которую мы назвали нецеленаправленной, включающая в себя «случайные» продажи фондов, произошедшие в рамках более крупной сделки. Результаты приведены в таблице 3.

Таблица 3 – Нецеленаправленные продажи управляющих компаний

Кварталов относительно момента продажи	Нецеленаправленные продажи					
	Число фондов с ушедшими менеджерами			Число фондов с пришедшими менеджерами		
	Число фондов	Всего фондов	%	Число фондов	Всего фондов	%
t-7	9	260	0.03	13	260	0.05
t-6	17	282	0.06	17	282	0.06
t-5	17	285	0.06	17	285	0.06
t-4	28	300	0.09	21	300	0.07
t-3	17	309	0.06	20	309	0.06
t-2	13	311	<b>0.04</b>	12	311	<b>0.04</b>
t-1	14	317	<b>0.04</b>	25	317	<b>0.08</b>
t	14	328	<b>0.04</b>	13	328	<b>0.04</b>
t+1	18	300	<b>0.06</b>	25	300	<b>0.08</b>
t+2	26	297	<b>0.09</b>	21	297	<b>0.07</b>
t+3	11	286	<b>0.04</b>	12	286	<b>0.04</b>
t+4	23	269	0.09	25	269	<b>0.09</b>
t+5	35	254	0.14	32	254	0.13
t+6	24	244	0.10	27	244	0.11
t+7	24	224	0.11	19	224	0.08
Непроданные фонды	14357	248715	0.06	15156	248715	0.06

Примечание – расчеты авторов

Результаты для нецеленаправленных продаж показывают, что в тот же отрезок времени вокруг продажи фондов наблюдается активность движения менеджеров между фондами не только не большая по сравнению с обычной, но даже меньшая.

В таблице 4 приведена статистика для разделения фондов на активные и индексные. Результаты в таблице говорят в пользу того, что основная активность происходит в подвыборке активных фондов.

Таблица 4 – Подвыборка активных фондов

Кварталов относительно момента продажи	Число фондов с ушедшими менеджерами			Число фондов с пришедшими менеджерами		
	Активные фонды	Индексные фонды	% активных фондов	Активные фонды	Индексные фонды	% активных фондов
t-7	75	1	0.99	97	1	0.99
t-6	83	3	0.97	81	3	0.96
t-5	100	2	0.98	86	2	0.98
t-4	88	1	0.99	81	1	0.99
t-3	84	7	0.92	86	7	0.92
t-2	151	5	0.97	153	7	0.96
t-1	95	6	0.94	87	9	0.91
t	135	10	0.93	130	10	0.93
t+1	137	2	0.99	180	3	0.98
t+2	108	1	0.99	101	1	0.99
t+3	127	6	0.95	149	8	0.95
t+4	85	4	0.96	117	1	0.99
t+5	87	1	0.99	94	0	1.00
t+6	64	2	0.97	77	0	1.00
t+7	67	3	0.96	70	3	0.96
Непроданные фонды	13351	1006	0.93	14042	1114	0.93

Примечание – расчеты авторов

Результаты, представленные в таблицах 2-4, показали нам, что в окрестности полных продаж управляющих компаний наблюдается определенная активность, связанная с уходом старых менеджеров и приходом новых. Другими словами, целевые управляющие компании испытывают более высокую текучесть (уход/приход) портфельных менеджеров в течение последнего года перед продажей, а также в течение первого года после продажи (учитываю только сохранившиеся проданные фонды). В качестве прихода менеджера мы рассматривали ситуацию, когда он присоединялся к команде существующего фонда. Ситуация создания нового фонда нами не рассматривалась, хотя имеющиеся у нас в наличии данные позволяют провести подобный анализ.

## 2.2 Регрессионный анализ показателей, определяющих вероятность ухода и прихода менеджеров паевых фондов

В настоящем подразделе мы приводим результаты регрессионного анализа. Мы ставили перед собой две задачи:

- Выявить показатели, определяющие уровень текучести менеджеров.

– Подтвердить факт более высокой текучки в окрестности продажи управляющей компании.

Все регрессии были оценены на уровне «фонд-года», для чего все показатели фондов были зафиксированы на значениях по состоянию на конец календарного года.

В таблице 5 приведены результаты оценивания моделей регрессии для ситуации ухода менеджеров из фондов. Объясняемая переменная равна 1, если в следующем году из фонда ушел хотя бы один менеджер, и 0 в противном случае. Объясняющими переменными являются дамми переменные, отражающие одновременно факт продажи фондов и тип продажи (целенаправленная или нецеленаправленная), эффективное число менеджеров в фонде, типичные показатели деятельности фондов, такие как денежный поток, оборот, доходность, соотношение расходов, и ряд других показателей фондов.

Таблица 5 – Оборот менеджеров. Уход менеджеров из фондов

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	man_leave_id_ ymax_fl	man_leave_id_ ymax_fl	man_leave_id_ ymax_fl	man_leave_id_ ymax_fl	man_leave_id_ ymax_fl	man_leave_id_ ymax_fl
Текущий год, нецеленаправленная						0.102 (1.512)
Текущий год, целенаправленная						0.0420 (1.195)
Следующий год, нецеленаправленная						0.0243 (0.661)
Следующий год, целенаправленная						0.0820** (2.096)
Через 2 года, нецеленаправленная						0.0113 (0.409)
Через 2 года, целенаправленная						-0.0304 (-1.006)
Прошлый год, нецеленаправленная						0.0316 (0.481)
Прошлый год, целенаправленная						-0.0409* (-1.804)
2 года назад, нецеленаправленная						-0.0468 (-0.683)
2 года назад, целенаправленная						-0.00176 (-0.0793)
Эффективное число менеджеров	0.0375*** (8.697)	0.0392*** (10.90)	0.0393*** (10.64)	0.0389*** (10.51)	0.0396*** (8.803)	0.0396*** (8.791)
Соотношение расходов, корректировка на стиль	2.591*** (2.599)	2.579** (2.465)	2.654** (2.564)	2.450** (2.382)	2.375** (2.534)	2.389** (2.540)
Оборот	0.0166*** (5.038)	0.0171*** (4.964)	0.0173*** (5.059)	0.0174*** (5.117)	0.00495 (1.631)	0.00502 (1.647)
Денежный поток, корректировка на стиль	-0.0589*** (-8.838)	-0.0741*** (-9.037)	-0.0719*** (-8.803)	-0.0705*** (-8.777)	-0.0543*** (-7.775)	-0.0539*** (-7.843)
Доходность, корректировка на стиль	-0.270*** (-6.487)	-0.283*** (-6.284)	-0.277*** (-6.121)	-0.287*** (-6.699)	-0.245*** (-6.104)	-0.246*** (-6.156)

Продолжение таблицы 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Индексный фонд	0.0466** (2.029)	0.0471** (2.029)	0.0475** (2.027)	0.0500* (1.893)	0.0317 (1.267)	0.0320 (1.279)
Институциональный фонд	-0.00219 (-0.143)	-0.00456 (-0.290)	0.000559 (0.0376)	0.00494 (0.374)	-0.0223* (-1.810)	-0.0215* (-1.777)
Возраст фонда в кварталах	2.17e-05 (0.250)	1.61e-05 (0.181)	5.50e-05 (0.610)	0.000132 (1.515)	0.000328*** (3.744)	0.000326*** (3.727)
Логарифм СЧА	-0.00310 (-1.482)	-0.00241 (-1.074)	-0.00262 (-1.196)	-0.00288 (-1.376)	-0.0151*** (-6.046)	-0.0150*** (-6.059)
FE	Нет	Нет	Год	Год, Стиль	Год, Стиль, УК	Год, Стиль, УК
Кластеризация SE RESTRICTIONS	УК Basic	УК Basic+age>12q	УК Basic+age>12q	УК Basic+age>12q	УК Basic+age>12q	УК Basic+age>12q
Constant	0.128*** (8.042)	0.120*** (7.486)	0.0962*** (4.783)	0.0447 (1.204)	-0.0590 (-1.392)	-0.0594 (-1.398)
Observations	52,535	47,089	47,089	47,089	47,089	47,089
R-squared	0.051	0.053	0.060	0.065	0.110	0.111

Примечание – расчеты авторов

В таблице 6 приведены результаты оценивания моделей регрессии для ситуации прихода менеджеров в фонды. Объясняемая переменная равна 1, если в следующем году в фонд пришел хотя бы один менеджер, и 0 в противном случае. Объясняющими переменными являются дамми переменные, отражающие одновременно факт продажи фондов и тип продажи (целенаправленная или нецеленаправленная), эффективное число менеджеров в фонде, типичные показатели деятельности фондов, такие как денежный поток, оборот, доходность, соотношение расходов, и ряд других показателей фондов.

Таблица 6 – Оборот менеджеров. Приход менеджеров в фонды

VARIABLES	(1) man_start_id_y max_f1	(2) man_start_id_y max_f1	(3) man_start_id_y max_f1	(4) man_start_id_y max_f1	(5) man_start_id_y max_f1	(6) man_start_id_y max_f1
Текущий год, нецеленаправленная						0.0996** (2.232)
Текущий год, целенаправленная						0.0832** (2.406)
Следующий год, нецеленаправленная						0.0103 (0.223)
Следующий год, целенаправленная						0.110*** (3.086)
Через 2 года, нецеленаправленная						-0.0164 (-0.439)
Через 2 года, целенаправленная						-0.0453 (-1.502)
Прошлый год, нецеленаправленная						0.00590 (0.123)
Прошлый год, целенаправленная						-0.00460 (-0.180)
2 года назад, нецеленаправленная						-0.0190 (-0.291)

Продолжение таблицы 6

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
2 года назад, целенаправленная						-0.0447** (-2.488)
Эффективное число менеджеров	0.0217*** (10.71)	0.0219*** (11.30)	0.0226*** (11.28)	0.0211*** (10.26)	0.0144*** (5.598)	0.0144*** (5.586)
Соотношение расходов, корректировка на стиль	2.329** (2.439)	2.293** (2.273)	2.430** (2.461)	2.082** (2.179)	1.991** (2.056)	2.023** (2.092)
Оборот	0.0190*** (4.304)	0.0192*** (4.289)	0.0190*** (4.372)	0.0193*** (4.703)	0.00730** (2.330)	0.00736** (2.365)
Денежный поток, корректировка на стиль	-0.0311*** (-4.260)	-0.0416*** (-4.800)	-0.0396*** (-4.723)	-0.0379*** (-4.651)	-0.0249*** (-3.216)	-0.0240*** (-3.162)
Доходность, корректировка на стиль	-0.211*** (-5.110)	-0.241*** (-5.577)	-0.242*** (-5.598)	-0.252*** (-6.237)	-0.222*** (-5.819)	-0.224*** (-5.883)
Индексный фонд	0.0497* (1.741)	0.0581** (2.011)	0.0603** (2.121)	0.0594* (1.867)	0.0374 (1.177)	0.0375 (1.180)
Институциональный фонд	0.0151 (0.988)	0.0139 (0.872)	0.0231 (1.469)	0.0236 (1.642)	-0.0204 (-1.352)	-0.0192 (-1.269)
Возраст фонда в кварталах	-0.000177* (-1.737)	-0.000170* (-1.664)	-8.46e-05 (-0.856)	4.00e-05 (0.421)	0.000180* (1.917)	0.000179* (1.898)
Логарифм СЧА	0.00730*** (2.924)	0.00713*** (2.639)	0.00668** (2.558)	0.00581** (2.254)	-0.000948 (-0.340)	-0.000814 (-0.293)
FE	Нет	Нет	Год	Год, Стиль	Год, Стиль, УК	Год, Стиль, УК
SE cluster	УК	УК	УК	УК	УК	УК
RESTRICTIONS	Basic	Basic+age>12q	Basic+age>12q	Basic+age>12q	Basic+age>12q	Basic+age>12q
Константа	0.115*** (7.816)	0.114*** (7.199)	0.126*** (5.945)	0.0896*** (2.683)	-0.0931** (-1.999)	-0.0938** (-2.001)
Observations	52,480	47,039	47,039	47,039	47,039	47,039
R-squared	0.021	0.021	0.027	0.034	0.078	0.080

Примечание – расчеты авторов

Результаты оценивания регрессий, представленные в таблицах 5 и 6 показывают, что:

– Фонды целенаправленно проданных управляющих компаний испытывают относительно высокий оборот менеджеров, как уходящих, так и приходящих. Данный результат также подтверждается анализом описательных статистик в таблицах 2 и 3;

– Фонды нецеленаправленно проданных управляющих компаний испытывают относительно высокое число приходов новых менеджеров в последний год перед продажей управляющей компании. Этот результат также подтверждается результатами в таблицах 2 и 3;

– И уход менеджеров из фондов, и их приход в фонды имеют похожий набор определяющих характеристик:

- эффективное число менеджеров – оборот менеджеров выше в более крупных управляющих командах;



- коэффициент расходов – более дорогие в административном плане фонды испытывают большую текучесть кадров;
- оборот – активно оборачиваемые фонды также имеют тенденцию к большей текучести менеджеров;
- чистый приток денежных средств – менеджеры, активно привлекающие новые деньги в фонд с меньшей вероятностью его покинут;
- доходность фонда – аналогично, менеджер, создающий большую доходность для своего фонда с меньшей вероятностью его покинет.

Следует отметить 50% корреляцию между уходом менеджеров и приходом новых, что можно расценить как признак того, что около половины ушедших менеджеров находит новое место работы в том же году.

В таблице 7 приведена статистика того, сколько менеджеров, покинувших целевую компанию, были приняты на работу в объединенную компанию.

Таблица 7 – Уход из целевой управляющей компании

	Число покинувших целевую компанию менеджеров	Не были взяты в объединенную компанию	Были взяты в объединенную компанию	Неопределенный статус	Были взяты в объединенную компанию, %
t-7	71	51	3	17	4%
t-6	86	77	1	8	1%
t-5	96	87	3	6	3%
t-4	102	92	4	6	4%
t-3	131	118	0	13	0%
t-2	179	176	0	3	0%
t-1	132	118	8	6	6%
t	249	174	68	7	27%
t+1	200	176	10	14	5%
t+2	130	110	20	0	15%
t+3	210	184	26	0	12%

Примечание – расчеты авторов

Результаты показывают, что лишь около четверти ушедших менеджеров находят работу в объединенной компании после завершения сделки по слиянию. Результаты в таблице 8 показывают, что уходящие менеджеры, за малыми исключениями, полностью покидают объединенную компанию.

Таблица 8 – Уход из целевой управляющей компании

	Число уходов менеджеров из фондов	Менеджер покинул компанию	Менеджер остался в компании	Неопределенный статус	Менеджер покинул компанию, %
t-7	100	71	26	3	71%
t-6	137	86	51	0	63%
t-5	135	96	39	0	71%
t-4	141	102	39	0	72%
t-3	167	131	36	0	78%
t-2	222	179	37	6	81%
t-1	166	132	34	0	80%
t	253	249	4	0	98%
t+1	261	200	61	0	77%
t+2	168	130	38	0	77%
t+3	271	210	61	0	77%
t+4	149	118	31	0	79%
t+5	151	99	52	0	66%
t+6	117	87	26	4	74%
t+7	90	53	23	14	59%

Примечание – расчеты авторов

Результаты в таблице 9 показывают, что управляющие компании-покупатели систематически не отправляют своих менеджеров в целевые управляющие компании. Этот результат кажется контринтуитивным и требует дополнительного изучения.

Таблица 9 – Найм в целевой управляющей компании

	Новые менеджеры целевой управляющей компании	Не из управляющей компании-покупателя	Из управляющей компании-покупателя	Неопределенный статус	Из управляющей компании-покупателя, %
t-7	82	69	1	12	1%
t-6	86	76	8	2	9%
t-5	93	82	3	8	3%
t-4	84	67	14	3	17%
t-3	116	107	1	8	1%
t-2	191	155	25	11	13%
t-1	116	101	10	5	9%
t	153	105	30	18	20%

Примечание – расчеты авторов

### 3 Российский рынок

Далее перейдем к рассмотрению российского рынка паевых инвестиционных фондов. В силу особенностей данных мы рассматривали только открытые паевые инвестиционные фонды.

#### 3.1 Данные

Исследование проводилось на основе данных по позициям российских паевых инвестиционных фондов, предоставленных порталом Cbonds.ru. Данные портала представляют собой срез рынка открытых паевых инвестиционных фондов по состоянию на май 2017 года. Для каждого фонда нам известен его управляющий (или управляющие) по состоянию на май 2017 года. Для каждого из этих менеджеров нам известны его текущая (по состоянию на май 2017 года) позиция и краткое резюме его трудовой истории. Позиции менеджеров были вручную проранжированы в соответствии с уровнем иерархии.

На основе резюме управляющих были составлены переменные, отражающие карьеру соответствующих менеджеров. Во-первых, была получена информация об образовании управляющих: учебное заведение (или учебные заведения, если их несколько) и направление образования.

В таблице 10 приведена статистика по направлениям подготовки менеджеров. Можно увидеть, что большая часть менеджеров имеет экономическое образование. На втором месте идет техническое образование, на третьем месте находится универсальное образование, под которым следует понимать образование, полученное в универсальном учебном заведении, при неизвестном факультете обучения менеджера.

Таблица 10 – Направления подготовки менеджеров

Вуз менеджера	N	%	% нарастающим итогом
Географический	1	2,44	2,44
Технический	13	31,71	34,15
Универсальный	5	12,2	46,34
Экономический	22	53,66	100
Total	41	100	

Примечание – расчеты авторов

Учебные заведения менеджеров были проранжированы при помощи рейтинга РА Эксперт RAEX-100<sup>1</sup> по состоянию на 2020 год. При этом ряд учебных заведений не представлен в рейтинге. В число таких учебных заведений входят неосновные российские высшие учебные заведения, негосударственные учебные заведения и, очевидно, иностранные учебные заведения. Наивысшим рейтингом RAEX-100 обладает Московский государственный университет (рейтинг 1). Нами было принято решение присвоить

<sup>1</sup> См. <https://www.kommersant.ru/doc/4379870>

иностранным учебным заведениям, а также Российской экономической школе, рейтинг 0, то есть рейтинг выше, чем у Московского государственного университета. Такое решение связано с преобладанием иностранных преподавателей с определенной культурой образования.

Во-вторых, на основе резюме менеджеров была получена информация об их карьере. Если подробнее, для менеджеров были получены их прошлые места работы и даты смены работодателей. Названия мест работы были сопоставлены с названиями российских управляющих компаний для получения сопоставимых данных. Сопоставление проводилось при помощи методов нечеткого сопоставления текстовых строк<sup>2</sup>. Результат сопоставления был подвергнут ручной обработке для устранения ложных результатов и ручного заполнения пропусков.

В-третьих, для менеджеров была получена информация об имеющихся у них профессиональных сертификатах. В таблице 11 приведена краткая статистика по стажу, образованию и профессиональным сертификатам. Первая переменная показывает совокупный стаж менеджера в финансовой отрасли. Данная переменная не включает места работы нефинансового профиля. Например, один из менеджеров в нашей выборке имел первым местом своей работы научно-исследовательский институт физической направленности, что не позволило включить стаж на этом месте в совокупный финансовый стаж.

Таблица 11 – Профессиональные сертификаты и трудовой стаж

variable	mean	sd	p5	p25	p50	p75	p95	N
exper_total_y	13,47	7,08	1	10	12,5	20	24	70
cur_experience_y	10,44	7,04	1	5	10	14	24	70
educ_rating, the best	15,92	21,79	0	1	7	18,5	80	52
certificate_fsfr_1	0,56	0,50	0	0	1	1	1	70
certificate_fsfr_5	0,63	0,49	0	0	1	1	1	70
certificate_mba	0,04	0,20	0	0	0	0	0	70
certificate_cfa	0,11	0,32	0	0	0	0	1	70
certificate_frm	0,03	0,17	0	0	0	0	0	70
certificate_fsa	0,01	0,12	0	0	0	0	0	70

Примечание – расчеты авторов

Следующая переменная показывает стаж менеджера на последнем месте работы. Напомним еще раз, что под последним местом работы мы понимаем место работы на май 2017 года.

Третья переменная показывает рейтинг учебного заведения, в котором менеджер получил образование. Отметим, что если менеджер получил два высших образования, то в данной переменной указан больший из рейтингов.

<sup>2</sup> См. <https://fmwww.bc.edu/repec/bocode/r/reclink.html>

Последующие дамми переменные показывают наличие у менеджера соответствующего профессионального сертификата. Менеджеры из нашей выборки обладали следующими сертификатами:

- ФСФР<sup>3</sup> 1.0 «Брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и деятельность форекс-дилера»;
- ФСФР 5.0 «Деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами»;
- MBA;
- CFA;
- FRM;
- FSA.

В исследовании также использовались факторы рыночной доходности CAPM-RU, рассчитываемые Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации под руководством Абрамова А.Е.<sup>4</sup> [16].

Нами применялись следующие факторы:

- Рыночный фактор (RMRF). Рыночный фактор равен взвешенной по рыночной капитализации доходности всех представленных на рынке акций (с 15% ограничением веса) за вычетом безрисковой доходности, приравненной к ставке по привлеченным депозитам населения российскими кредитными организациями на срок от полугода до года;
- Фактор размера (SMB). Фактор размера равен разнице взвешенной доходности акций компаний с рыночной капитализацией менее медианного значения и компаний с рыночной капитализацией выше медианного значения. Данное разбиение обновлялось ежеквартально;
- Фактор стоимости (HML). Фактор стоимости равен разнице доходности акций стоимости – акций компаний с высоким отношением Book-to-Market – и акций роста – соответственно, компаний с низким значением отношения Book-to-Market.

Также мы использовали факторы рыночной доходности развитых рынков, рассчитываемых Фама и Френчем<sup>5</sup>. Следует отметить, что российские факторы CAPM-RU являются отечественными аналогами факторов Фама-Френча, рассчитанными на основе их методологии.

---

<sup>3</sup> См. [https://www.cbr.ru/securities\\_market/validation/examination/](https://www.cbr.ru/securities_market/validation/examination/)

<sup>4</sup> См. <https://ipei.ranepa.ru/ru/laifr>

<sup>5</sup> См. [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research)

В своей работе мы также воспользовались факторами доходности рынка облигаций. Мы использовали показатели кредитного и временного спреда. Кредитный спред определялся нами как разница доходности рискованных облигаций и доходности ГКО ОФЗ. Временной спред был рассчитан нами как разница доходности 30-летних и 3-х месячных государственных облигаций.

Расчет факторов доходности рынка облигаций был проведен на базе индексов рынка облигаций Московской биржи RUCBITR и RGBITR, а также кривой бескупонной доходности государственных облигаций. Индекс корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR включает наиболее ликвидные облигации российских заемщиков, допущенные к торгам на Московской Бирже, с дюрацией более одного года<sup>6</sup>. Индекс государственных облигаций Мосбиржи RGBITR включает наиболее ликвидные Облигации федерального займа с дюрацией более одного года<sup>7</sup>.

Дополнительно нами использовался «брутто»-индекс полной доходности акций российских компаний MCFTR<sup>8</sup>. Данный индекс показывает изменение стоимости акций с учетом дивидендных выплат, но без учета налогообложения.

Кривая бескупонной доходности государственных облигаций получена на портале Банка России<sup>9</sup>. Портал предоставляет исторические данные Московской биржи для доходности облигаций с разными сроками до погашения.

### **3.2 Обсуждение данных**

Использованные нами данные требуют ряда пояснений.

Во-первых, данные подвержены проблеме «survivorship bias» или «ошибке выжившего», поскольку нам были доступна информация только для управляющих фондами, активно работавших по состоянию на май 2017 года.

Во-вторых, в силу того, что нам недоступна информация о работе менеджеров в моменты слияний и поглощений управляющих компаний, мы рассмотрели, в качестве прокси, показатели эффективности работы менеджеров в зависимости от периода начала их трудовой деятельности. Чем раньше менеджер начал свою трудовую деятельность, тем выше вероятность того, что он прошел через кризисные периоды и, возможно, связанные с ними эпизоды слияний и поглощений управляющих компаний.

### **3.3 Регрессионный анализ показателей эффективности фондов**

В настоящем подразделе рассматриваются результаты оценивания регрессионных моделей для показателей эффективности портфелей паевых фондов. Для краткости

---

<sup>6</sup> См. <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR>

<sup>7</sup> См. <https://www.moex.com/ru/index/RGBITR>

<sup>8</sup> См. <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR>

<sup>9</sup> См. [https://www.cbr.ru/hd\\_base/zcyc\\_params/](https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/)

изложения будут приведены результаты для временного горизонта в один год. Результаты для других временных горизонтов принципиально похожи, при наличии важных и статистически значимых отличий это будет оговорено дополнительно.

В таблице 12 приведены результаты для сырой доходности за 1 год. Объясняющими переменными являются: логарифм минимальной суммы инвестиций, необходимой для нового инвестора для покупки пая фонда; логарифм совокупных чистых активов фонда; логарифм совокупных чистых активов под управлением управляющей компании; совокупная комиссия фонда за управление активами; возраст фонда в месяцах; возраст управляющей компании в месяцах; коэффициент детерминации шестифакторной модели доходности фонда с включенными факторами российского рынка облигаций; коэффициент бета фонда; приток средств в фонд за 1 год; совокупный стаж менеджера в годах; стаж менеджера на текущем месте работы по состоянию на май 2017 года; рейтинг учебного заведения менеджера согласно данным рейтингового агентства «РА ЭКСПЕРТ»; дамми переменные наличия профессиональных сертификатов.

Таблица 12 – Сырая доходность (1 год)

VARIABLES	(1) ret_1y	(2) ret_1y	(3) ret_1y	(4) ret_1y	(5) ret_1y
log_invest_min	-0.26 (-0.21)	0.38 (0.31)	0.00 (0.00)	0.47 (0.35)	0.08 (0.06)
log_TNA	0.54 (0.75)	0.25 (0.33)	0.62 (0.86)	0.36 (0.47)	0.43 (0.57)
mgmt_fee_total	-0.21 (-0.20)	-0.39 (-0.27)	-0.57 (-0.72)	-0.53 (-0.37)	0.24 (0.16)
fund_age_m	0.02 (0.72)	0.02 (0.75)	0.02 (0.72)	0.02 (0.66)	0.01 (0.34)
R2_6f_EB_3y	-38.03*** (-4.57)	-41.65*** (-5.12)	-42.23*** (-5.50)	-41.20*** (-5.31)	-41.95*** (-5.62)
beta_1f_E_1y	18.29*** (3.47)	19.83*** (3.38)	20.41*** (3.72)	19.47*** (3.47)	20.07*** (3.53)
inflow_m_1y	0.93 (1.25)	1.02 (0.96)	0.84 (1.06)	1.05 (0.97)	0.89 (0.87)
mgmt_age_m	0.01 (0.36)	0.02 (0.82)	0.01 (0.28)	0.02 (0.82)	0.02 (0.85)
log_mgmt_TNA	-0.23 (-0.43)	0.27 (0.65)	-0.30 (-0.49)	0.23 (0.49)	0.07 (0.16)
exper_total_y		-0.02 (-0.06)		0.08 (0.34)	-0.12 (-0.37)
cur_experience_y		0.33 (1.11)		0.32 (1.10)	0.52 (1.41)
educ_rating		-0.09*** (-3.02)		-0.10** (-2.68)	-0.09** (-2.22)
certificate_fsfr_1					2.36 (1.07)
certificate_fsfr_5					1.29 (0.56)

Продолжение таблицы 12

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
certificate_mba					5.57 (1.16)
certificate_cfa					2.57 (1.02)

certificate_frm					-12.23***
					(-4.09)
certificate_fsa					-0.83
					(-0.18)
3.alma_mater_type1_num			1.34	-1.12	
			(0.49)	(-0.40)	
4.alma_mater_type1_num			0.87	1.46	
			(0.43)	(0.85)	
FE	Objective	Objective	Objective	Objective	Objective
SE cluster	mgmt_id	mgmt_id	mgmt_id	mgmt_id	mgmt_id
Constant	20.90	10.83	22.28	8.94	9.28
	(1.60)	(0.78)	(1.64)	(0.58)	(0.59)
Observations	162	138	149	137	138
R-squared	0.47	0.51	0.50	0.51	0.53

Примечание – расчеты авторов

Результаты в приведенной выше таблице показывают следующее. Стабильно значимыми являются коэффициенты только при коэффициенте детерминации, коэффициенте бета и рейтинге учебного заведения. Коэффициенты при коэффициенте детерминации отрицательны, что говорит о том, что при его росте, а значит снижении степени активности управления фондом, доходность также снижается. Коэффициент при коэффициенте бета положителен, что является ожидаемым результатом и говорит о том, что более рискованные портфели предоставляют более высокую доходность.

Наиболее интересным является коэффициент при рейтинге учебного заведения менеджера. Его значение статистически значимо и отрицательно, что говорит о том, что фонды под управлением менеджеров, получивших образование в высших учебных заведениях с более высоким рейтингом, демонстрируют более высокую доходность.

В таблице 13 приведены результаты для доходности за 1 год, скорректированной на инвестиционный стиль фонда. Объясняющие переменные и спецификации моделей аналогичны таблице 12.

Таблица 13 – Скорректированная на стиль доходность (1 год)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ret_m_categ_a	ret_m_categ_a	ret_m_categ_a	ret_m_categ_a	ret_m_categ_a
	dj_1y	dj_1y	dj_1y	dj_1y	dj_1y
log_invest_min	-0.27	0.36	-0.02	0.44	0.07
	(-0.22)	(0.31)	(-0.01)	(0.34)	(0.06)
log_TNA	0.55	0.24	0.62	0.34	0.41
	(0.79)	(0.33)	(0.90)	(0.48)	(0.58)
mgmt_fee_total	-0.11	-0.29	-0.44	-0.43	0.31
	(-0.11)	(-0.21)	(-0.61)	(-0.32)	(0.21)
fund_age_m	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
	(0.63)	(0.69)	(0.65)	(0.60)	(0.26)

Продолжение таблицы 13

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
R2_6f_EB_3y	-36.87***	-40.02***	-40.78***	-39.51***	-40.33***
	(-4.56)	(-5.10)	(-5.45)	(-5.30)	(-5.59)
beta_1f_E_1y	18.52***	20.10***	20.54***	19.75***	20.30***
	(3.66)	(3.59)	(3.92)	(3.68)	(3.73)



inflow_m_1y	0.88 (1.23)	0.94 (0.92)	0.79 (1.05)	0.98 (0.94)	0.81 (0.83)
mgmt_age_m	0.01 (0.41)	0.02 (0.86)	0.01 (0.31)	0.02 (0.85)	0.02 (0.89)
log_mgmt_TNA	-0.22 (-0.43)	0.27 (0.66)	-0.28 (-0.48)	0.23 (0.52)	0.08 (0.17)
exper_total_y		-0.02 (-0.10)		0.08 (0.32)	-0.12 (-0.39)
cur_experience_y		0.32 (1.13)		0.31 (1.11)	0.50 (1.42)
educ_rating		-0.08*** (-3.02)		-0.10** (-2.70)	-0.09** (-2.24)
certificate_fsfr_1					2.24 (1.07)
certificate_fsfr_5					1.23 (0.56)
certificate_mba					5.31 (1.16)
certificate_cfa					2.44 (1.02)
certificate_frm					-11.62*** (-4.03)
certificate_fsa					-1.16 (-0.27)
3.alma_mater_type_num			1.22 (0.46)	-1.16 (-0.43)	
4.alma_mater_type_num			0.91 (0.47)	1.46 (0.89)	
FE SE cluster	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id
Constant	15.53 (1.24)	5.32 (0.40)	16.76 (1.28)	3.32 (0.23)	3.83 (0.26)
Observations	162	138	149	137	138
R-squared	0.38	0.43	0.41	0.43	0.45

Примечание – расчеты авторов

Результаты качественно не отличаются от результатов моделей в таблице 12, за исключением коэффициента бета, являющегося статистически значимым, что является ожидаемым результатом и говорит о том, что более рискованные портфели предоставляют более высокую доходность.

В следующей таблице приведены результаты для коэффициента альфа, рассчитанного на окне шириной один год на базе однофакторной модели CAPM, в качестве рыночного фактора использующей фактор рыночной доходности CAPM-RU [16]. Следует заранее упомянуть то, что аналогичные модели были оценены и для других коэффициентов альфа, рассчитанных на более широких временных окнах и с применением более широкого числа факторов. Дополнительно в модель включались факторы размера и стоимости CAPM-RU, факторы рыночной доходности Фама-Френча, а также кредитный и временной спреда российского рынка облигаций.

Таблица 14 – Однофакторная альфа (equity, годовое окно)

(1) (2) (3) (4) (5)

VARIABLES	alpha_1f_E_1	alpha_1f_E_1	alpha_1f_E_1	alpha_1f_E_1	alpha_1f_E_1
	y	y	y	y	y
log_invest_min	-0.02 (-0.23)	0.03 (0.40)	0.01 (0.06)	0.04 (0.46)	0.01 (0.13)
log_TNA	0.04 (0.71)	0.01 (0.24)	0.04 (0.75)	0.02 (0.37)	0.02 (0.42)
mgmt_fee_total	-0.01 (-0.18)	-0.03 (-0.27)	-0.04 (-0.66)	-0.04 (-0.36)	0.01 (0.10)
fund_age_m	0.00 (0.94)	0.00 (0.95)	0.00 (0.96)	0.00 (0.90)	0.00 (0.63)
R2_6f_EB_3y	-2.94*** (-4.92)	-3.19*** (-5.60)	-3.27*** (-5.83)	-3.17*** (-5.85)	-3.23*** (-6.11)
beta_1f_E_1y	1.05*** (2.87)	1.14** (2.82)	1.19*** (3.15)	1.12** (2.89)	1.17*** (3.00)
inflow_m_1y	0.07 (1.21)	0.08 (1.01)	0.07 (1.12)	0.08 (1.03)	0.07 (0.90)
mgmt_age_m	0.00 (0.32)	0.00 (0.78)	0.00 (0.25)	0.00 (0.80)	0.00 (0.83)
log_mgmt_TNA	-0.02 (-0.49)	0.02 (0.73)	-0.02 (-0.49)	0.02 (0.58)	0.01 (0.21)
exper_total_y		0.00 (0.15)		0.01 (0.51)	-0.00 (-0.18)
cur_experience_y		0.02 (1.01)		0.02 (1.03)	0.04 (1.34)
educ_rating		-0.01*** (-3.19)		-0.01** (-2.81)	-0.01** (-2.35)
certificate_fsfr_1					0.13 (0.76)
certificate_fsfr_5					0.12 (0.68)
certificate_mba					0.39 (1.10)
certificate_cfa					0.22 (1.16)
certificate_frm					-0.94*** (-4.15)
certificate_fsa					0.09 (0.25)
3.alma_mater_type_num			0.09 (0.39)	-0.10 (-0.46)	
4.alma_mater_type_num			0.03 (0.18)	0.08 (0.60)	
FE SE cluster	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id	Objective mgmt_id
Constant	0.94 (0.99)	0.09 (0.09)	1.00 (1.02)	-0.07 (-0.06)	-0.02 (-0.01)
Observations	162	138	149	137	138
R-squared	0.41	0.46	0.44	0.46	0.48

Примечание – расчеты авторов

Результаты в приведенной выше таблице показывают следующее. Стабильно значимыми являются коэффициенты только при коэффициенте детерминации. Коэффициенты при коэффициенте детерминации отрицательны, что говорит о том, что при снижении степени активности управления портфелем фонда его портфель ухудшает свои результаты относительно рынка. Рост рискованности портфеля же, наоборот,

улучшает позиции портфеля. Влияние рейтинга учебного заведения также статистически значимо и отрицательно, что, учитывая тот факт, что меньшее значение переменной отражает более высокую позицию в рейтинге, говорит о положительном влиянии престижности и качества учебного заведения менеджера.

Для всех прочих рассмотренных вариантов коэффициента альфа наблюдаются аналогичные результаты. Следует отметить тот факт, что на самом широком временном окне в пять лет рейтинг учебного заведения теряет свою значимость.

### 3.4 Регрессионный анализ показателя риска

В таблице 15 приведены результаты для коэффициента бета, рассчитанного на базе однофакторной модели на годовом окне, без учета факторов доходности российского рынка облигаций. В число факторов входят российские факторы доходности рынка акций CAPM-RU и факторы развитых рынков Фама-Френча. Объясняющими переменными являются: логарифм минимальной суммы инвестиций, необходимой для нового инвестора для покупки пая фонда; логарифм совокупных чистых активов фонда; логарифм совокупных чистых активов под управлением управляющей компании; совокупная комиссия фонда за управление активами; возраст фонда в месяцах; возраст управляющей компании в месяцах; коэффициент детерминации шестифакторной модели доходности фонда с включенными факторами российского рынка облигаций; коэффициент альфа фонда; приток средств в фонд за 1 год; совокупный стаж менеджера в годах; стаж менеджера на текущем месте работы по состоянию на май 2017 года; рейтинг учебного заведения менеджера согласно данным рейтингового агентства «РА ЭКСПЕРТ»; дамми переменные наличия профессиональных сертификатов.

Таблица 15 – Однофакторная бета (equity, годовое окно)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	beta_1f_E_1y	beta_1f_E_1y	beta_1f_E_1y	beta_1f_E_1y	beta_1f_E_1y
alpha_1f_E_1y	1,505.04***	1,542.65***	1,533.74***	1,515.64***	1,584.95***
	(4.07)	(3.76)	(4.08)	(3.64)	(3.82)
log_invest_min	-0.58	0.01	-1.00	-0.05	0.12
	(-0.28)	(0.00)	(-0.42)	(-0.03)	(0.06)
log_TNA	-2.23	-2.83	-2.97	-2.54	-2.33
	(-0.99)	(-1.34)	(-1.45)	(-1.19)	(-1.07)
mgmt_fee_total	2.72	2.40	2.50	2.22	1.60
	(0.79)	(0.74)	(0.85)	(0.69)	(0.44)
fund_age_m	0.13*	0.11*	0.11*	0.10	0.09
	(1.90)	(1.77)	(1.80)	(1.51)	(1.54)
R2_6f_EB_3y	111.90***	113.15***	113.62***	111.47***	110.92***
	(4.44)	(4.28)	(4.48)	(3.99)	(4.33)
inflow_m_1y	0.08	1.71	0.56	1.70	1.73
	(0.04)	(0.59)	(0.30)	(0.59)	(0.61)

Продолжение таблицы 15

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
mgmt_age_m	-0.11	-0.11*	-0.11	-0.11*	-0.10
	(-1.43)	(-1.89)	(-1.56)	(-1.84)	(-1.54)
log_mgmt_TNA	-0.82	-0.50	-1.06	-0.84	-0.10

	(-0.52)	(-0.34)	(-0.72)	(-0.55)	(-0.06)
exper_total_y		1.06**		1.18*	1.13*
		(2.14)		(1.99)	(1.92)
cur_experience_y		-0.69*		-0.69	-0.92*
		(-1.84)		(-1.69)	(-1.74)
educ_rating		0.04		0.02	0.05
		(0.48)		(0.18)	(0.40)
certificate_fsfr_1					1.31
					(0.17)
certificate_fsfr_5					-1.18
					(-0.14)
certificate_mba					-7.18
					(-1.06)
certificate_cfa					-7.27
					(-0.74)
certificate_frm					19.68*
					(1.94)
certificate_fsa					-32.84**
					(-2.82)
3.alma_mater_type_num			3.09	1.30	
			(0.47)	(0.15)	
4.alma_mater_type_num			-0.43	2.75	
			(-0.08)	(0.38)	
Constant	-11.46	-21.99	-0.31	-19.92	-20.00
	(-0.29)	(-0.70)	(-0.01)	(-0.56)	(-0.57)
Observations	162	138	149	137	138
R-squared	0.72	0.74	0.75	0.74	0.75

Примечание – расчеты авторов

Результаты в приведенной выше таблице показывают следующее. Статистически значимые положительные коэффициенты при коэффициенте детерминации шестифакторной модели с учетом факторов российского рынка облигаций говорят о том, что менее активные в плане управления фонды, слабо удаляющиеся от рыночного портфеля, демонстрируют более высокий уровень риска портфеля. Также мы имеем строго положительную связь между коэффициентами альфа и бета, что говорит о том, что более эффективные портфели обладают более высокими показателями риска.

Интересным является то, что совокупный стаж положительно влияет на коэффициент бета; другими словами, более опытные менеджеры имеют портфели с более высоким рыночным риском. С другой стороны, стаж на последнем месте работы оказывает слабое, но отрицательное влияние.

## 2.5 Регрессионный анализ показателей активности управления

В таблице 16 приведены результаты для коэффициента детерминации, рассчитанного на базе однофакторной модели на трехлетнем окне, без учета факторов доходности российского рынка облигаций. В число факторов входят российские факторы доходности рынка акций CAPM-RU и факторы развитых рынков Фама-Френча. Объясняющими переменными являются: логарифм минимальной суммы инвестиций, необходимой для нового инвестора для покупки пая фонда; логарифм совокупных чистых

активов фонда; логарифм совокупных чистых активов под управлением управляющей компании; совокупная комиссия фонда за управление активами; возраст фонда в месяцах; возраст управляющей компании в месяцах; коэффициенты альфа и бета фонда; приток средств в фонд за 1 год; совокупный стаж менеджера в годах; стаж менеджера на текущем месте работы по состоянию на май 2017 года; рейтинг учебного заведения менеджера согласно данным рейтингового агентства «РА ЭКСПЕРТ»; дамми переменные наличия профессиональных сертификатов.

Таблица 16 – Однофакторная модель с трехлетним окном

VARIABLES	(1) R2_1f_E_3y	(2) R2_1f_E_3y	(3) R2_1f_E_3y	(4) R2_1f_E_3y	(5) R2_1f_E_3y
alpha_1f_E_1y	-1,004.76*** (-5.91)	-993.20*** (-5.66)	-973.20*** (-5.94)	-969.37*** (-5.74)	-1,037.41*** (-6.48)
log_invest_min	-0.66 (-0.55)	-0.53 (-0.59)	-1.18 (-1.09)	-0.30 (-0.30)	-0.73 (-0.77)
log_TNA	0.45 (0.45)	0.36 (0.36)	0.25 (0.24)	0.43 (0.44)	0.05 (0.05)
mgmt_fee_total	-1.27 (-0.65)	2.37 (0.81)	-0.08 (-0.03)	2.40 (0.79)	2.09 (0.63)
fund_age_m	0.20*** (4.40)	0.19*** (4.39)	0.21*** (4.16)	0.19*** (4.06)	0.21*** (4.42)
beta_1f_E_1y	36.04*** (6.11)	35.04*** (5.68)	35.34*** (5.73)	34.34*** (5.42)	36.87*** (5.19)
inflow_m_1y	-0.52 (-0.39)	-0.32 (-0.19)	-0.83 (-0.66)	-0.52 (-0.31)	-0.44 (-0.24)
mgmt_age_m	-0.01 (-0.23)	0.04 (1.74)	0.01 (0.41)	0.05* (1.95)	0.04 (1.21)
log_mgmt_TNA	-1.02 (-1.14)	0.35 (0.48)	-1.19 (-1.11)	-0.09 (-0.11)	0.05 (0.08)
exper_total_y		0.62** (2.21)		0.46 (1.48)	0.51 (1.30)
cur_experience_y		0.48 (1.49)		0.60* (1.87)	0.67 (1.50)
educ_rating		-0.11*** (-3.27)		-0.09* (-1.93)	-0.12** (-2.71)
certificate_fsfr_1					0.31 (0.05)
certificate_fsfr_5					0.59 (0.08)
certificate_mba					1.33 (0.28)
certificate_cfa					6.35* (1.75)
certificate_frm					-5.56 (-0.83)
certificate_fsa					21.21*** (3.26)
3.alma_mater_type_num			4.85 (1.32)	1.85 (0.53)	
4.alma_mater_type_num			-3.21 (-1.03)	-3.43 (-1.02)	

Продолжение таблицы 16

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	6.77 (0.46)	-39.05** (-2.56)	7.95 (0.50)	-34.90* (-2.09)	-36.05* (-1.89)
Observations	162	138	149	137	138

R-squared	0.78	0.82	0.80	0.82	0.82
-----------	------	------	------	------	------

Примечание – расчеты авторов

Результаты в приведенной выше таблице показывают следующее. Более высокие значения коэффициента при коэффициенте альфа статистически значимо связаны с более высокими значениями активности управления фондами, то есть меньшими значениями коэффициента детерминации. Также следует отметить, что более старые фонды с более высокими показателями рыночного риска демонстрируют меньшую активность управления портфелями. Это можно объяснить тем, что инвестиционная политика таких фондов уже устоялась и движется ближе к рынку.

Стаж менеджера оказывает слабое положительное воздействие на активность управления портфелем. Однако, статистически значимым стала связь с рейтингом учебного заведения, повышение которого снижает активность управления.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящей работе приведено описание результатов эмпирического исследования влияния сделок по слиянию и поглощению американских паевых инвестиционных фондов на оборот менеджеров их фондов, а также изучению зависимости показателей эффективности российских фондов от прочих характеристик фондов и особенностей карьер их портфельных управляющих.

Результаты для американских фондов, касающиеся изучения текучести кадров в управляющих компаниях, подвергающихся полной покупке со стороны прочих компаний, показывают следующее:

– Фонды целенаправленно проданных управляющих компаний испытывают относительно высокий оборот менеджеров, как уходящих, так и приходящих. Данный результат также подтверждается анализом описательных статистик в таблицах 2 и 3;

– Фонды нецеленаправленно проданных управляющих компаний испытывают относительно высокое число приходов новых менеджеров в последний год перед продажей управляющей компании. Этот результат также подтверждается результатами в таблицах 2 и 3;

И уход менеджеров из фондов, и их приход в фонды имеют похожий набор определяющих характеристик: эффективное число менеджеров – оборот менеджеров выше в более крупных управляющих командах; коэффициент расходов – более дорогие в административном плане фонды испытывают большую текучесть кадров; оборот – активно оборачиваемые фонды также имеют тенденцию к большей текучести менеджеров; чистый приток денежных средств – менеджеры, активно привлекающие новые деньги в фонд с меньшей вероятностью его покинут; доходность фонда – аналогично, менеджер, создающий большую доходность для своего фонда с меньшей вероятностью его покинет.

В первом подразделе приведены результаты для показателей эффективности работы фонда. Результаты показывают следующее. Стабильно значимыми являются коэффициенты при коэффициенте детерминации, полученном из регрессии доходности фонда против доходности рыночных индексов, коэффициенте бета и рейтинге учебного заведения. Коэффициенты при коэффициенте детерминации отрицательны, что говорит о том, что при его росте, а значит снижении степени активности управления фондом, доходность фонда в среднем снижается. Коэффициент при коэффициенте бета положителен, что является ожидаемым результатом и говорит о том, что более рискованные портфели предоставляют более высокую доходность.

Наиболее интересным являются значения коэффициентов при рейтинге учебного заведения менеджера. Их значения статистически значимы и отрицательны, что говорит о том, что фонды под управлением менеджеров, получивших образование в высших учебных заведениях с более высоким рейтингом, демонстрируют более высокую доходность.

Результаты модели для коэффициента бета показывают следующее. Статистически значимые положительные коэффициенты при коэффициенте детерминации шестифакторной модели с учетом факторов российского рынка облигаций говорят о том, что менее активные в плане управления фонды, слабо удаляющиеся от рыночного портфеля, демонстрируют более высокий уровень риска портфеля. Также мы имеем строго положительную связь между коэффициентами альфа и бета, что говорит о том, что более эффективные портфели обладают более высокими показателями риска.

Интересным является то, что совокупный стаж положительно влияет на коэффициент бета; другими словами, более опытные менеджеры имеют портфели с более высоким рыночным риском. С другой стороны, стаж на последнем месте работы оказывает слабое, но отрицательное влияние.

Результаты оценивания моделей для показателей активности степени управления портфелями фондов показывают следующее. Более высокие значения коэффициента при коэффициенте альфа статистически значимо связаны с более высокими значениями активности управления фондами, то есть меньшими значениями коэффициента детерминации. Также более высокие уровни активности связаны с более высокими комиссиями за управление активами.

Также следует отметить, что более старые фонды с более высокими показателями рыночного риска демонстрируют меньшую активность управления портфелями. Это можно объяснить тем, что инвестиционная политика таких фондов уже устоялась и движется ближе к рынку.

Что интересно, аналогичный результат получается и для возраста управляющей компании: фонды более старых управляющих компаний демонстрируют бóльшую пассивность. Аналогичный эффект имеет и текущий стаж менеджера.

Также наблюдается эффект, описанный в работе Иноземцева и Тарасова [17], когда наблюдается положительная корреляция между степенью активности управления портфелем фонда и величиной комиссии, которую платит пайщик фонда.



## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Chevalier J., Ellison G. Career concerns of mutual fund managers // *The Quarterly Journal of Economics*. 1999. Т. 114, № 2. С. 389–432.
2. Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю., Горяев А.П. Закрытие паевых фондов в России // *Экономический Журнал Высшей Школы Экономики*. Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2016. Т. 20, № 1. С. 129–155.
3. Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю. Закрытие паевых фондов внутри управляющей компании // *Экономический Журнал Высшей Школы Экономики*. Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2016. Т. 20, № 2. С. 311–336.
4. Khorana A. Top management turnover an empirical investigation of mutual fund managers // *Journal of Financial Economics*. 1996. Т. 40, № 3. С. 403–427.
5. Weisbach M.S. Outside directors and CEO turnover // *Journal of Financial Economics*. 1988. Т. 20. С. 431–460.
6. Fee C.E., Hadlock C.J., Pierce J.R. Promotions in the internal and external labor market: evidence from professional football coaching careers // *The Journal of Business*. The University of Chicago Press, 2006. Т. 79, № 2. С. 821–850.
7. Lehn K.M., Zhao M. CEO turnover after acquisitions: are bad bidders fired? // *The Journal of Finance*. 2006. Т. 61, № 4. С. 1759–1811.
8. Cichello M.S. и др. Promotions, turnover, and performance evaluation: evidence from the careers of division managers // *The Accounting Review*. 2009. Т. 84, № 4. С. 1119–1143.
9. Кондратьева З.А. Косвенное индивидуальное инвестирование через паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления в России в условиях влияния финансовой интеграции // *Финансы и кредит*. ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ», 2013. № 3 (531).
10. Морозов Р.В., Борисова М.С. Рост рынка российских закрытых паевых инвестиционных фондов в период кризиса, причины и прогноз развития // *Научное обозрение*. Серия 1: Экономика и право. Издательство «Экономическое образование», 2010. № 5. С. 53–61.
11. Пенюгалова А.В., Аипов А.Н. Зарубежный и российский опыт функционирования паевых инвестиционных фондов // *Финансы и кредит*. ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ», 2010. № 20 (404).
12. Аипов А.Н. Управление доходностью паевых инвестиционных фондов в условиях финансового кризиса // *Финансы и кредит*. ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ», 2010. № 14 (398). С. 57–60.
13. Белоконь А.Л. Закрытые паевые инвестиционные фонды: финансовые технологии против кризиса // *Финансовые исследования*. Ростовский государственный экономический университет «РИНХ», 2009. № 2 (23). С. 62–65.
14. Дарсалия И.Н. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости в условиях экономического кризиса // *Финансы и кредит*. ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ», 2009. № 10 (346). С. 80–86.
15. Банк О.А. Управление паевым инвестиционным фондом в период финансового кризиса // *Вопросы Региональной Экономики*. Технологический университет, 2017. № 2 (31). С. 75–81.
16. Абрамов А., Чернова М.И. Информация - двигатель прогресса // *Вестник НАУФОР*. 2019. № 7–8. С. 81–95.
17. Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б. Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? // *Вопросы экономики*. Некоммерческое Партнерство "Редакция журнала «Вопросы экономики», 2018. № 3.