Образец оформления статьи

Доходность паевых инвестиционных фондов: оценка, факторы и стратегии инвесторов

Александр Петрович Иванов
E-mail: ……....@ranepa.ru, ORCID: 0000-0000-0000-0000
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Мария Васильевна Петрова
E-mail: ……@ranepa.ru, ORCID: 0000-0000-0000-0000
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Ирина Викторовна Макарова
E-mail: ……@ranepa.ru, ORCID: 0000-0000-0000-0000
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В условиях высокой волатильности финансового рынка инвесторы паевых инвестиционных фондов (ПИФов) часто сталкиваются с разрывом (гэпом) в доходности своих вложений и фонда в целом. Целью данного исследования является измерение этих гэпов и выявление основных факторов, влияющих на них в России. Исследование проведено на выборке из 506 открытых ПИФов акций и облигаций за период с января 2005 г. по август 2025 г. и 83 биржевых ПИФов акций и облигаций за период с января 2021 г. по август 2025 г. В открытых ПИФах акций в среднем инвесторы проигрывали фондам акций 0,87 процентного пункта (п. п.) в год и фондам облигаций – 0,29 п. п. Основным объясняющим фактором гэпа в открытых ПИФах является маркет-тайминг, а размер гэпа зависит от волатильности рынка, размера фонда и ставки RUONIA. Значения доходности в прошлом также оказывали негативный эффект на доходность инвесторов наряду с эффектом тайминга. В то же время для биржевых ПИФов доходность инвесторов в среднем превышает доходность фондов (отрицательные гэпы: -0,31 п. п. по

облигациям, -1,37 п. п. по акциям), что потенциально связано с деятельностью маркет-мейкеров. Сравнительный анализ стратегий распределения капитала инвесторов во времени показал, что стратегии равномерных взносов и стоимостного усреднения являются наиболее доходными и устойчивыми, превосходя наблюдаемые нерегулярные вложения. Нерациональное поведение частных инвесторов и попытки маркет-тайминга приводят к систематическим потерям доходности. В условиях повышенной волатильности базовых активов долгосрочным инвесторам рекомендуется использовать стратегии регулярных взносов для защиты от потерь доходности из-за поведенческих факторов. Информация о гэпе должна использоваться для повышения рациональности инвестиционного поведения.

Ключевые слова: внутренняя норма доходности (IRR), доходность фонда (BH), стратегии инвестирования, паевые инвестиционные фонды

JEL: G11, G23, G41, D14

Финансирование: статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС.

Для цитирования: Иванов А. П., Петрова М. В. и др. Доходность паевых инвестиционных фондов: оценка, факторы и стратегии инвесторов // Финансовый журнал. 202X. Т. XX. № X. С. XX–XX. https://doi.org/10.31107/2075-1990-202X-X-XX-XX.

© Иванов А. П., Петрова М. В., Макарова И. В., 202X

Mutual Fund Returns: Assessment, Factors, and Investor Strategies

Alexander P. Ivanov 1, **Maria V. Petrova** 2, **Irina V. Makarova** 3

1–3 RANEPA, Moscow, Russian Federation

1 …….@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0000-0000-0000
2 …….@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0000-0000-0000
3 …….@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0000-0000-0000

Abstract

In a highly volatile financial market, investors in mutual funds frequently encounter a discrepancy – a gap – between their actual personal investment returns and the fund's time-weighted performance. This study aims to quantify the magnitude of this gap and identify its primary drivers within the Russian market. The research is based on a sample of 506 open-ended mutual funds and 83 exchange-traded funds specializing in equities and bonds, covering the period from 2005 to August 2025.

The findings indicate that in open-ended equity funds, investors underperformed the funds by an average of 0.87 percentage points (p.p.) per annum, while in open-ended bond funds, the gap amounted to 0.29 p.p. Market timing was identified as the predominant explanatory factor for this gap in open-ended funds, with its scale significantly influenced by market volatility, fund size, and the RUONIA rate. While timing effects were central, the influence of past returns also exerted a negative impact on investor outcomes. Conversely, in exchange-traded funds, investor returns averaged higher than fund returns (yielding negative gaps of -0.31 p.p. for bonds and -1.37 p.p. for equities), a phenomenon potentially attributed to market-maker activities.

A comparative analysis of capital allocation strategies over time demonstrates that money-cost averaging and value averaging are the most profitable and resilient strategies, consistently outperforming observed irregular investment patterns. The study concludes that irrational behavior and speculative market-timing attempts lead to systematic return losses. When underlying assets are highly volatile, long-term investors are advised to employ regular contribution strategies to mitigate behavioral risks. Information about the return gap can be used to promote more rational investment behavior.

Keywords: internal rate of return, fund return, investment strategy, unit funds, market timing

JEL: G11, G23, G41, D14

Funding: The article was written on the basis of the RANEPA state assignment research program.

For citation: Ivanov A.P., Petrova M.V. et al. (202X). Mutual Fund Returns: Assessment, Factors, and Investor Strategies. *Financial journal*, XX (X), XX–XX (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-202X-X-XX-XX.

© Ivanov A.P., Petrova M.V., Makarova I.V., 202X

ВВЕДЕНИЕ

На современном волатильном финансовом рынке одной из ключевых проблем, снижающих эффективность вложений частных инвесторов, является систематический поведенческий разрыв (гэп) между фактической доходностью их инвестиций, взвешенной по денежным потокам (внутренняя норма доходности – IRR), и доходностью самого паевого инвестиционного фонда (ПИФа). Этот феномен, обусловленный такими поведенческими особенностями, как неудачный выбор времени входа в фонд и выхода из него (маркет-тайминг) и чрезмерная ориентация на прошлые показатели (эффект ретроспективы), приводит к тому, что доходность инвестора часто оказывается существенно ниже доходности фонда, которая показана в ключевых информационных документах или различных ресурсах, включая информационные сайты и рекламные материалы самих фондов. Актуальность исследуемой проблемы для российского рынка коллективных инвестиций особенно высока, поскольку, по оценкам, доля ПИФов в ВВП России остается небольшой, что свидетельствует о недостаточной развитости этого инвестиционного механизма, а приток денежных средств в фонды носит преимущественно хаотичный характер, зависящий от краткосрочных трендов и эмоций.

Изучение поведенческого разрыва в литературе сосредоточено в основном на развитых рынках. Исследования регулярно публикуются как в научных изданиях, так и в отчетах крупнейшего информационного ресурса о взаимных фондах Morningstar, которые активно популяризируют проблему среди массового инвестора. В ряде исследований, в частности в работах

[Arnott, Samant, 2022; Dichev, 2007], на примере американских взаимных фондов показано существование значимого и устойчивого во времени поведенческого разрыва, который объясняли в основном волатильностью и неправильным таймингом инвесторов. Дальнейшее разложение гэпа на составляющие в работах [Hayley, 2014; Bessembinder, Chen et al., 2025] выявило, что на развитых рынках доминирующим фактором потерь инвесторов часто является эффект ретроспективы, то есть следование прошлым высоким доходностям (return chasing), хотя роль тайминга также значима. Смягчить последствия поведенческих смещений можно за счет более тщательного отбора фондов (например, предпочитая крупные) и с помощью автоматизированных, регулярных стратегий вложения новых денежных средств, которые могут сокращать потери инвесторов.

Целью исследования является оценка поведенческого разрыва между доходностью частных инвесторов и паевых инвестиционных фондов с учетом денежных потоков, выявление его основных факторов и стратегий смягчения.

Научная новизна работы заключается в следующем. Во-первых, это первое исследование подобного рода для российского рынка с точки зрения масштаба выборки и глубины временного горизонта. Анализ основан на данных о 506 открытых ПИФах (ОПИФах) акций и облигаций на горизонте с января 2005 по август 2025 г. и о 83 биржевых ПИФах (БПИФах) с января 2021 г. по август 2025 г. Полученные результаты демонстрируют, что в ОПИФах инвесторы систематически теряют доходность: в фондах акций средний гэп составляет 0,87 п. п. в год, а в фондах облигаций – 0,29 п. п. При этом в БПИФах инвесторы чаще выигрывают, имея отрицательный гэп (-1,37 п. п. по акциям и -0,31 п. п. по облигациям).

Во-вторых, в работе впервые для российского рынка проводится комплексный анализ структуры гэпа и его факторов. Поведенческий разрыв разложен на три компоненты, представляющие как поведенческие составляющие (эффект тайминга и эффект ретроспективы), так и влияние структуры актива (фактор актива). На основе построения панельных

регрессионных моделей показано, что основным объясняющим фактором гэпа в ОПИФах является маркет-тайминг, а не эффект ретроспективы. Этот вывод отличает российский рынок от результатов, полученных в ряде исследований по американским взаимным фондам. Кроме того, проанализировано влияние размера фонда, волатильности рынка и ставки RUONIA на размер гэпа в разрезе категорий ПИФов.

В-третьих, исследование впервые на российских данных систематически обосновывает преимущество стратегий регулярных взносов перед наблюдаемыми хаотичными стратегиями вложений. Для этого был проведен сравнительный анализ эффективности и устойчивости четырех инвестиционных стратегий: разового вложения (LSI), равномерных регулярных взносов (MCA), стоимостного усреднения (VA) и нерегулярных вложений (IRR). Результаты демонстрируют, что стратегии стоимостного усреднения и равномерных вложений, как правило, являются наиболее доходными и устойчивыми, позволяя долгосрочным инвесторам защитить себя от потерь доходности, вызванных нерациональным поведением в условиях высокой неопределенности.

Структура статьи выглядит следующим образом. В первой части рассматриваются аспекты теории и результаты эмпирических исследований поведенческих разрывов. Во второй части обсуждается методология оценки разрыва и используемые данные. В третьей части приводится описательная статистика и анализ факторов разрыва. В четвертой части анализируется, как разные подходы к распределению капитала во времени влияют на снижение разрыва. В заключении приводятся выводы и предложения.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

В анализе поведенческих разрывов особенно значим вклад авторов исследования [Arnott, Samant, 2022], которые ежегодно сопоставляют два вида доходностей в США: фактическую доходность инвестора (IRR) и

среднегеометрическую доходность фондов (BH). Например, согласно их данным, частные инвесторы на горизонте 2012–2021 гг. и на выборке из фондов с периодом жизни не менее 10 лет ежегодно недополучали 1,7 п. п. доходности. Этот разрыв обусловлен неудачным выбором времени входа на рынок и выхода из него, из-за чего стратегия покупки и удержания оказывалась более выгодной. Сбалансированные фонды с более регулярными вложениями инвесторов оказались наиболее устойчивы к разрыву, особенно в периоды высокой волатильности, которая при прочих равных увеличивает потери инвестора. Автор статьи [Zweig, 1997] на выборке более 1000 фондов аналогично выявил значимый разрыв в доходностях на уровне 1,8 п. п., связанный как с волатильностью, так и с неправильным входом на рынок во время пика роста. Кроме того, показано, что большие потери инвесторов вызваны выбором фондов с высокой доходностью, что, вероятно, связано с их стремлением получить доходность на уровне прошлых периодов.

Последние исследования Morningstar подтверждают устойчивость гэпа, хотя отмечают его некоторое снижение на рынке США. По оценкам за десятилетний период, завершившийся в 2024 г., средний размер поведенческого разрыва составил 1,2 п. п.[1], и он выше в категориях волатильных активов, где резкие колебания доходности провоцируют инвесторов на несвоевременные сделки покупки и продажи.

Следует отметить, что методология оценок гэпа является предметом активной академической дискуссии. Авторы работы [Fulkerson, Jordan et al., 2024] в своей критике исследования Morningstar показали, что после корректировки некоторых методических решений фактические потери инвесторов из-за тайминга могут быть значительно ниже, составляя всего 0,03% в год, что ставит под сомнение масштабы проблемы, но не ее наличие.

В статье [Hsu, Myers et al., 2016] при анализе факторов авторы показали, что наибольший разрыв в доходностях выявлен для фондов, стратегия которых

[1] Mind the Gap 2025: The more investors traded, the less they made. Morningstar. URL: https://mccareer.org/wp-content/uploads/2025/08/us_mind_the_gap_2025.pdf.

ориентирована на рост, а также для фондов с высокими операционными затратами и с большими издержками на вход.

В исследовании [Dichev, 2007] показано, что фактические доходности инвесторов оказались систематически ниже, чем полученные самими фондами, в среднем на 1,3 п. п. для NYSE/AMEX, на 5,3 п. п. – для NASDAQ и на 1,5 п. п. – по 19 международным рынкам. В качестве факторов такого разрыва исследователь выделяет тайминг потоков капитала, так как инвесторы склонны к покупке паев на пике их стоимости и, наоборот, продаже их на спаде, положительную корреляцию прошлой доходности и отрицательную корреляцию будущей доходности с притоками средств в фонды, а также волатильность на рынке, в периоды роста которой растут ошибки в тайминге продаж и покупок паев.

В рамках дискуссии о стабильности поведенческого разрыва авторы статьи [Keswani, Stolin, 2008] критикуют выводы, представленные в работе [Dichev, 2007], показывая, что величина разрыва зависит от выбранного временного интервала: при переходе от анализа полного периода к 10- и 25-летним интервалам среднее значение разрыва существенно снижается. В частности, для NYSE/AMEX ежегодный разрыв сократился с 1,3 до 0,4%, а для NASDAQ – с 5,4 до 0,8%, при этом в отдельные периоды показатель принимал отрицательные значения или был статистически неотличим от нуля. Данные результаты ставят под сомнение гипотезу об однозначном и перманентном характере потерь частных инвесторов, указывая на высокую чувствительность оценок «поведенческого разрыва» к специфике рассматриваемого периода наблюдений.

Существование поведенческого разрыва подтверждается не только в развитых, но и в развивающихся странах. Исследование [Cagnazzo, 2022] расширяет географию анализа поведенческого разрыва на развивающиеся рынки, используя выборку из 1240 открытых паевых фондов (805 акций и 435 облигаций) за период 2000–2019 гг. Выявлено систематическое отставание доходности частных инвесторов от результатов фондов на 0,05 п. п.

ежемесячно для акций и на 0,06 п. п. для облигаций. Эти значения подтверждают наличие ошибки тайминга, когда инвесторы увеличивают вложения уже после роста стоимости паев и сокращают их после падения, что является попыткой «догнать» уровень доходности предыдущих периодов. Кроме того, показатель альфа фонда значимо превышал аналогичный показатель, рассчитанный для IRR инвесторов. Это свидетельствует о том, что из-за нерационального тайминга инвесторы недополучают премию за принятый риск, которую успешно генерирует сам фонд.

Авторы статьи [Dichev, Zheng, 2024] изучают не только саму доходность, взвешенную по деньгам, но и ее волатильность на примере фондов акций. Они показали, что из-за неэффективного тайминга риск у частных инвесторов существенно выше, чем у фондов. Средняя волатильность доходности инвесторов составила 13,9 против 9,4% у фондов. Факторы, влияющие на разницу в волатильности, схожи с теми, что были выявлены для разрыва доходностей, и заключаются в неправильном выборе тайминга, зависимости вложений от прошлых и будущих показателей волатильности. Кроме того, показано, что при вложениях в более волатильный период инвесторы обладают большим риском потерь в доходности.

В работе [Claus, Thomas, 2001] авторы показывают, что справедливая оценка премии за риск акций, основанная на прогнозах аналитиков и модели остаточной прибыли вместо использования исторических доходностей, существенно ниже традиционно используемой исторической премии в 7–9%. Авторы получают среднюю премию за риск на уровне около 3,4% для рынка США в 1985–1998 гг. и подтверждают результаты на международных рынках. Это противоречие показывает значительный поведенческий разрыв между ожидаемой доходностью частными инвесторами и фактической оценкой на основе данных. Переоценка доходностей фонда может приводить к ошибочным решениям по таймингу входа и выхода из инвестиций, соответственно, инвесторы, полагаясь на завышенные ожидания, склонны

входить в рынок в моменты пика цен, что увеличивает риск недополученной доходности и усиливает эффект маркет-тайминга.

Для анализа факторов разрыва необходимо изучить детерминанты фондовых потоков. Автор работы [Ivanov, 2016] на базе данных по 1212 фондам США на ежедневной выборке за 5 лет выявил, что инвесторы склонны к покупкам на пике и изъятиям в начале фазы роста. Размер фонда и объем торгов показали положительное влияние на притоки капитала, в то время как стоимость пая, наоборот, снижала значения потоков и при прочих равных инвесторы чаще решали вложить средства в более дешевые фонды.

В работе [Ferreira, Keswani et al., 2013] изучались факторы, которые влияют на альфу фонда и могут косвенно определять поведенческий разрыв. Значимыми факторами, положительно влияющими на альфу, являются размеры фонда и управляющей компании.

Стратегия, выбранная инвестором, является одним из важнейших факторов, которые объясняют разницу между доходностью фонда и доходностью самого инвестора. В статье [Choe, Ban, 2020] на выборке фондов акций Южной Кореи авторы исследуют влияние инвестиционных стратегий на разрыв доходностей, сравнивая три различных стратегии: стратегия равномерного вложения одинаковой суммы (Money-cost averaging – MCA), разовое вложение в начале периода (Lump-sum investing – LSI) и стоимостное усреднение (Value averaging – VA). Исследователи отмечают, что стратегия стоимостного усреднения VA обладает лучшей доходностью в периоды с высокой рыночной волатильностью, но в других условиях не имеет преимуществ. В то же время LSI более результативна на растущих трендах, но сопряжена с высоким риском ошибок неправильного выбора момента покупки паев. Стратегия MCA обеспечивает более умеренную доходность при значительно меньшей чувствительности к моменту входа на рынок.

Практические рекомендации экспертов Morningstar активно подчеркивают, что следует минимизировать влияние поведенческих факторов

на итоговую доходность. Как отмечают Э. Арнотт[2] и Дж. Птак[3], систематическое инвестирование, имеющее эффект усреднения долларовых затрат, помогает инвесторам избежать ошибок, связанных с несвоевременными притоками и оттоками капитала. Рекомендации сводятся к принципу «меньше значит больше» (less is more): автоматизация инвестиций, предпочтение широкой диверсификации и избегание спонтанных сделок.

Этот вывод подтверждается современным опытом быстро растущего рынка взаимных фондов в Индии, где объемы регулярных взносов частных инвесторов через Систематические Инвестиционные Планы (SIP – Systematic Investment Plans), представляющие собой автоматизированные ежемесячные вложения фиксированной суммы, достигли рекордных объемов. По данным Ассоциации взаимных фондов Индии (AMFI), SIPs являются доминирующим источником притока капитала, составляя вплоть до половины всех чистых притоков средств в фонды акций. Авторы исследования [Mandal, Akshita et al., 2023], подтверждают, что технологическая доступность и популяризация SIPs выступают ключевым фактором, который помогает инвесторам установить финансовую дисциплину и снизить потери от поведенческих ошибок.

Другой подход был показан в статье [Hayley, 2014], где автор предложил новый способ исследования поведенческого разрыва, для которого проводится декомпозиция, выделяющая не только эффект тайминга (Timing effect), но и эффект ретроспективы (Hindsight effect), возникающий из-за влияния прошлых периодов на мнение инвесторов. В результате для бирж NYSE/AMEX, где средний разрыв составлял 1,3 п. п., за счет эффекта тайминга инвесторы теряли всего 0,21 п. п., а за счет эффекта ретроспективы – 0,95 п. п. Для биржи NASDAQ со значением разрыва 5,6 п. п. тайминг внес больший

[2] Arnott A. C. Are You Leaving Money on the Table from Your Funds' Returns? Morningstar. 2022. URL: https://www.morningstar.com/articles/1101942/are-you-leaving-money-on-the-table-from-your-funds-returns.

[3] Ptak J. The More Stock Fund Investors Traded, the More It Cost Them. Morningstar. 2025. URL: https://www.morningstar.com/portfolios/more-stock-fund-investors-traded-more-it-cost-them.

вклад (4 п. п.), и всего 1 п. п. составлял эффект ретроспективы. В итоге исследователь приходит к выводу, что значительная часть разрыва объясняется именно эффектом ретроспективы, однако на перегретом рынке, таком как NASDAQ, тайминг все же играет значимую роль. В общем случае эффект ретроспективы, то есть выбор инвестора, основанный на высоких показателях фонда в предыдущие периоды, является более значимой причиной возникающего поведенческого разрыва.

Влияние эффекта тайминга подробно описано в работе [Friesen, Sapp, 2007]. Вместо вычисления IRR с учетом всех изменений потоков капитала авторы отдельно рассматривают притоки и оттоки средств в фонды и считают взвешенную по деньгам доходность для каждого из двух вариантов. Такой подход позволяет разделить эффект тайминга на две его составляющие – время вложения в фонд и время выхода из него. На данных 7125 паевых инвестиционных фондов США в 1991–2004 гг. был выявлен поведенческий разрыв в размере 0,7 п. п. при неправильном выборе времени входа, в то время как 1,8 п. п. в год инвесторы теряли при несвоевременном изъятии своих средств. Такая асимметрия свидетельствует о том, что основной негативный эффект тайминга обусловлен преждевременным или паническим выходом инвесторов из фонда в периоды низкой доходности.

Авторы статьи [Bessembinder, Chen et al., 2025] представили более формализованный подход, декомпозировав поведенческий разрыв на три составляющие. К ранее выделенным факторам тайминга и ретроспективы был добавлен «фактор актива», обусловленный внутренними свойствами фонда (волатильностью, стоимостью), на которые инвестор не может влиять. Анализ выборки из более чем 20 000 фондов за 30-летний период подтвердил выводы предшественников: при среднем совокупном разрыве в 1,95 п. п. на фактор актива пришлось 0,45 п. п., на эффект тайминга – 0,28 п. п., тогда как доминирующим компонентом стал эффект ретроспективы (1,22 п. п.). Основной причиной финансовых потерь частных инвесторов признается

стратегия следования исторической доходности (повторение вложений после успешных периодов), а не ошибки рыночного тайминга как таковые.

Таким образом, в исследовательских работах, посвященных изучению фактических доходностей частных инвесторов и фондов, выявлено существование систематической разницы между ними. Изучение факторов, влияющих как отдельно на IRR и BH, так и на поведенческий разрыв, является важным шагом к объяснению причин его существования. Декомпозиция разрыва позволяет более точно оценить потери инвесторов. Структура и показатели фонда влияют на оба вида доходностей (взвешенной по времени и взвешенной по деньгам). Кроме того, анализ возможных стратегий распределения капитала инвестора по времени дает возможность снизить потери в доходности за счет учета характеристик фонда, а также при соблюдении финансовой дисциплины.

ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для анализа выбраны биржевые и открытые паевые инвестиционные фонды (БПИФы и ОПИФы соответственно) акций и облигаций. Собраны данные с веб-ресурсов Cbonds и pro.investfunds о значениях стоимости чистых активов и расчетной стоимости паев для открытых фондов с января по август 2025 г., для биржевых – с начала 2021 г. по август 2025 г. (табл. 1).

Таблица 1

Выборка паевых инвестиционных фондов в России

Тип фонда	Количество фондов	Среднее время жизни, лет
Открытые, облигаций	178	7,61
Открытые, акций	328	8,69
Биржевые, облигаций	32	2,32
Биржевые, акций	51	2,17

Источник: составлено авторами.

Рассматриваются только те ПИФы, которые работали хотя бы один день в каждом месяце периода. Используется расчет скользящими окнами, при котором вычисление производится на последовательных перекрывающихся выборках, что позволяет избежать влияния конкретной даты на результат. Для анализа ОПИФов применяются окна длительностью 5 лет со сдвигом на год, а для БПИФов – 1 год со сдвигом на полгода вперед.

При оценке разрыва доходностей отметим проблему раскрытия информации о ПИФах в России, по которым систематически с исторической глубиной публикуется только значение СЧА и стоимость пая на конец каждого торгового дня. Чистый денежный поток сторонний наблюдатель может вычислить из этих двух значений по формуле 1:

$$\text{Чистый денежный поток}_t = \text{СЧА}_t - \text{СЧА}_{t-1} * (1 + r_t), \quad (1)$$

где за r_t принимается прирост расчетной стоимости пая между днями t-1 и t.

Такая формула не учитывает издержки фондов, которые не наблюдаются напрямую через электронные базы данных на длинном историческом горизонте и лишь частично могут быть аппроксимированы предельными издержками, указанными в правилах фондов. Более того, лишь агрегированный или сводный чистый денежный поток по всем инвесторам фонда может быть рассчитан. Таким образом, внешний наблюдатель или потенциальный инвестор может лишь примерно понимать, вносят ли сейчас денежные средства инвесторы в некоторый фонд или фонд испытывает отток средств.

Под доходностью фонда будем понимать ту доходность, которую инвесторы чаще всего наблюдают в ключевых информационных документах, а также агрегаторах или брокерских приложениях (формула 2). Это средняя геометрическая доходность или средний геометрический прирост стоимости пая фонда за исследуемый временной горизонт:

$$\text{Buy\&Hold Return} = \text{BH}$$

$$= \left(\left(\frac{\text{Стоимость пая}_{\text{конец периода}}}{\text{Стоимость пая}_{\text{начало периода}}} \right)^{\frac{1}{\text{Количество лет}}} - 1 \right) \times 100 \qquad (2)$$

Чаще всего такую доходность также называют доходностью, взвешенной по времени. Она отражает результат инвестирования всей суммы в момент формирования фонда и удержания паев в течение всего периода.

Более сложным представляется расчет фактической доходности среднего инвестора фонда, который редко вносит средства однократно. Чаще инвесторы докупают или продают паи, опираются на большое количество факторов, включая свои цели, требования ликвидности, рыночный фон, риск-профиль, а иногда просто на советы в социальных сетях или настроение.

В связи с этим используется механизм модели дисконтированных денежных потоков. Доходность инвестора сводится к классической внутренней норме доходности (IRR) или доходности, взвешенной по деньгам (формула 3):

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{\text{Чистый денежный поток}_t}{(1 + \text{IRR})^t} = 0 \qquad (3)$$

Для последнего наблюдения в периоде используется размер активов фонда, то есть рассчитывается, какая была бы доходность инвестора, если он прямо сейчас продал бы все паи фонда.

Разница между доходностями называется поведенческим разрывом (GAP), показывающим, насколько инвестор уступил (при положительных значениях) или выиграл (при отрицательных значениях) в доходности относительно фонда (формула 4):

$$\text{GAP} = \text{BH} - \text{IRR} \qquad (4)$$

Поведенческий разрыв доходности появляется за счет потерь от выбора времени внесения нового денежного потока или времени продажи паев и может быть декомпозирован на три отдельных фактора. Предложенная модель

для разложения поведенческого разрыва на компоненты в работах [Hayley, 2014; Bessembinder, Chen et al., 2025] представлена в формуле 5:

$$\mathrm{GAP} = (\mathrm{BH} - \mathrm{IRR}_2) + (\mathrm{IRR}_1 - \mathrm{IRR}) + (\mathrm{IRR}_2 - \mathrm{IRR}_1), \quad (5)$$

где BH – фактическая доходность фонда; IRR – фактическая доходность инвестора; IRR_1 – смоделированная доходность инвестора при условии фактических наблюдаемых вложений, но с постоянной среднегодовой доходностью, равной BH; IRR_2 – смоделированная доходность инвестора при условии равномерных вложений и с фактической доходностью, расчет которой аналогичен IRR.

Первым из факторов является эффект тайминга, который подразумевает неправильный выбор времени входа или, наоборот, выхода из фонда. Он рассчитывается как величина $(\mathrm{IRR}_1 - \mathrm{IRR})$, положительный знак которой указывает на проигрыш инвестора, и наоборот. Предполагается, что от периода к периоду доходность фонда растет ровно и с одинаковым темпом, а вложения инвесторов остаются хаотическими (наблюдаемыми). Тогда получившаяся доходность инвестора IRR_1 была бы независима от времени прихода вложений за счет сглаженности доходности, что выделяет эффект неправильного времени входа на рынок.

Вторым фактором является эффект ретроспективы, объясняющий проблему инвестора, ориентирующегося на прошлые показатели доходности. Для оценки достаточно рассмотреть стратегию равномерных вложений в тот же фонд, что означает одинаковые чистые денежные потоки. Тогда разница между «равномерной» доходностью и той, что была смоделирована в факторе тайминга, является объяснением ретроспективного эффекта и оценивается как $(\mathrm{IRR}_2 - \mathrm{IRR}_1)$.

Оставшаяся часть поведенческого разрыва $(\mathrm{BH} - \mathrm{IRR}_2)$ обуславливается фактором актива, на который поведение инвестора не оказывает влияния. Даже при идеальной дисциплине инвестор имеет возможность получить расхождения из-за особенностей инструментов и рыночного состояния.

Оцениваемая модель для анализа факторов поведенческого разрыва выглядит следующим образом (формула 6):

$$\mathrm{GAP}_{i,t} = \alpha_i + X_{i,t}\beta + \rho * \mathrm{GAP}_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

где $\mathrm{GAP}_{i,t}$ – поведенческий разрыв, выраженный в ежегодных доходностях, для фонда i за период t; α_i – индивидуальный эффект для фонда i; $X_{i,t}$ – матрица экзогенных признаков для фонда i за период t; β – вектор коэффициентов; $\varepsilon_{i,t}$ – случайная ошибка модели.

В матрицу признаков фонда $X_{i,t}$ входят следующие переменные: волатильность ежемесячных притоков и оттоков средств[4], волатильность ежемесячной доходности фонда[5], коэффициенты альфа и бета, рассчитанные по однофакторной рыночной модели для фондов облигаций и по четырехфакторной модели Кархарта для фондов акций, размер фонда[6], средний чистый приток в фонд, нормированный на СЧА, бинарный признак (1/0), указывающий, входит ли управляющая компаний в 5 наиболее крупных управляющих компаний по среднегодовому объему СЧА[7], усредненная годовая ставка RUONIA, обозначающая взвешенную ставку однодневных межбанковских кредитов/депозитов и используемая как индикатор стоимости денег в экономике.

Оценка коэффициентов производится методом разностного GMM (Generalized Method of Moments – обобщенный метод моментов) Ареллано – Бонда. Лаг зависимой переменной $\mathrm{GAP}_{i,t-2}$ предполагается эндогенной переменной, а в качестве инструментов используются константа и $\mathrm{GAP}_{i,t-3}$. Все факторы вычисляются с помощью скользящих окон, пересекающихся между

[4] Стандартное отклонение ежемесячных значений притоков и оттоков в рамках одного скользящего окна 5 лет с нормировкой на среднее значение СЧА и переводом в годовой формат.

[5] Стандартное отклонение ежемесячной доходности в рамках одного скользящего окна 5 лет с переводом в годовой формат.

[6] Логарифм средней стоимости чистых активов в каждом скользящем окне длительностью 5 лет.

[7] Для фондов облигаций: ААА Управление Капиталом, Альфа-Капитал, Система Капитал, Первая, Райффайзен; для фондов акций: Первая, Альфа-Капитал, Эра-Инвестиций, Райффайзен, БКС Управление благосостоянием.

собой, что не позволяет использовать в модели $GAP_{i,t-1}$, который сильно коррелирует с зависимой переменной. Кроме того, использование панельных регрессий со случайными или фиксированными эффектами приводит к смещенной оценке из-за корреляции лагов с индивидуальными эффектами фонда. Для проверки корректности модели используются тесты на автокорреляцию AR (1) и AR (2) в разностях остатков, где нулевая гипотеза для AR (1) и AR (2) заключается в отсутствии корреляций первого и второго порядка соответственно. Пригодность использования лага $GAP_{i,t-3}$ в качестве инструмента подтверждается в случае, если не отвергается нулевая гипотеза для AR (2).

Способом сгладить поведенческие потери может стать финансовая дисциплина инвестора. Например, инвестор может решить откладывать фиксированные суммы. Самым простым примером является стратегия равномерного инвестирования (Money-Cost Averaging – MCA) фиксированной суммы во все года периода. Инвестор в конце каждого года вкладывает заранее определенную сумму денег, а по итогу всего периода инвестирования получает сумму этих вложений с учетом накопленной доходности.

Другой простой стратегией является единоразовая покупка в начале и продажа в конце всех годов, которая называется стратегией «купи-и-держи» (Lump-Sum Investing – LSI). Она заключается во вложении суммы в начале периода, и получаемая доходность полностью сопоставима с логикой расчета доходности фонда, приведенной выше. Такая стратегия не подразумевает пополнений в течение всего периода времени, поэтому является наиболее пассивной с точки зрения инвестора, однако есть ограничение, заключающееся в возможности самого инвестора вложить всю желаемую сумму за один раз.

Еще одним вариантом является стоимостное усреднение (Value Averaging – VA) на протяжении всего периода инвестирования. Предположим, инвестор хочет получить некую итоговую стоимость портфеля в конце всех периодов вложений, учитывая полученную доходность в промежуточные года. Тогда необходимо заранее определить траекторию достижения этого, на

основе чего будет определяться нужный размер инвестиций в каждый год. Обычно инвесторы могут придерживаться линейной или экспоненциальной линии вложения, которая позволяет корректировать стоимость портфеля более гибко за счет изменений суммы вложения в каждом периоде, не придерживаясь все время фиксированной суммы.

Сравнение стратегий основано на моделировании в условиях различных рыночных фаз, категорий волатильности и временных горизонтов с использованием скользящих инвестиционных окон длительностью пять лет и со сдвигом на месяц.

Для равномерного инвестирования используется алгоритм, описанный для расчета IRR_2. При единовременном вложении предполагается, что сумма вложения равна 600 000 руб., как и сумма всех вложений за пятилетний период при стратегии MCA. Длительность интервала в 5 лет позволяет пренебрегать инфляцией. Для стратегии VA используется экспоненциальная траектория для достижения целевой стоимости портфеля, равной 600 000 руб., в конце периода (формула 7):

$$\mathrm{TGT_t} = \prod_{\mathrm{i}=1}^{\mathrm{t}} \left(1 + \mathrm{R_{f,i}}\right) * \frac{1}{\mathrm{N}+1}, \tag{7}$$

где $\mathrm{TGT_t}$ – целевая стоимость портфеля инвестора в начале периода t, нормированная к 1;

$\mathrm{R_{f,i}}$ – усредненная ежемесячная безрисковая ставка в месяце i;

N – число месяцев во всем периоде, равное 60 для пятилетних окон.

Общая целевая стоимость портфеля в период t в абсолютных единицах вычисляется как формула 8:

$$\mathrm{TGT_t^{total}} = \mathrm{TGT_t} * 600\,000, \tag{8}$$

где 600000 – целевая стоимость портфеля в конце всего периода, согласованная со стратегиями LSI и VA.

Для определения объема, необходимого для покупки в периоде t, также вычисляется фактическая стоимость портфеля (формула 9):

$$\mathrm{V_t} = \mathrm{P_t} * \mathrm{U_{t-1}}, \tag{9}$$

где V_t – денежная величина портфеля, которым инвестор владеет в период t;

P_t – стоимость пая в период t;

U_{t-1} – накопленное число паев к концу периода $t-1$.

Разница между величинами (3) и (2) представляет собой необходимый уровень инвестиций I_t в период t. При положительном значении I_t инвестор вкладывает сумму, равную ей, иначе считается, что в текущий период вложения равняются нулю. Для итогового расчета доходности по стратегии VA применяется формула IRR, где потоки в фонд являются величинами I_t.

Для анализа устойчивости стратегий используется сегментация на три уровня волатильности рынка: низкая, средняя и высокая и по фазам рыночных режимов. Для оценки статистической значимости различий между стратегиями применяется бутстрап-анализ, который позволяет построить эмпирическое распределение разности средних доходностей для всех трех стратегий на основе случайной выборки одной и той же длины с повторениями. Количество повторений для каждой пары стратегий составляет 10 тысяч, на основе распределения которых строится 5-процентный доверительный интервал.

ГЭП ФОНДОВ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ

Для описания текущего состояния проблемы поведенческого разрыва в коллективных инвестициях сначала сопоставим фонды всех классов активов и типов на относительно коротком горизонте 3 года с конца 2021 г. по конец 2024 г. Отрицательные значения возникают тогда, когда доходность фонда ниже доходности инвестора, а положительные – напротив, когда неудачный выбор момента покупки и продажи паев инвесторами приводили к их проигрышу. Использованы данные только для фондов, которые работали на протяжении всего интервала.

В БПИФах инвесторы в среднем демонстрировали более высокую доходность по сравнению с фондом. В четырех из пяти категорий биржевые

фонды показали отрицательный средневзвешенный разрыв, что свидетельствует о выигрыше их инвесторов. Сильнее всего это проявилось для фондов драгоценных металлов, где взвешенный средний разрыв составил 9,86%, и денежных фондов – -5,45%. Это является следствием перетока средств в соответствующие классы активов на фоне роста волатильности акций и облигаций. В ОПИФах доходность инвестора чаще оказывалась ниже. Например, для фондов акций и облигаций средний разрыв был положительным (+1,45 и +0,49% соответственно).

Сравнение фондов акций показывает принципиальные отличия между биржевыми и открытыми фондами: инвесторы биржевых фондов выигрывали 3,07%, в то время как инвесторы открытых фондов проигрывали 1,45%. При этом среди фондов драгоценных металлов инвесторы биржевых фондов стабильно оказывались в выигрыше, их средняя премия к доходности составила почти 10% (табл. 2).

Чаще всего инвесторы крупных фондов проигрывают им сильнее, чем инвесторы малых фондов. Взвешенный разрыв почти во всех категориях выше, чем средний. Исключение составили только фонды денежного рынка и открытые фонды драгметаллов.

Таблица 2

Статистика разрыва между доходностью фонда и инвестора за 3 года с конца 2021 г. по конец 2024 г.

Направление инвестиций	**Тип**	**Кол-во**	**Разрыв (доходность фонда – доходность инвесторов)**				
			Мин.	**Среднее**	**Медиана**	**Взвеш. среднее**	**Макс.**
Акции	БПИФ	14	**-16,26**	**-3,02**	**-2,56**	**-3,07**	3,97
Акции	ОПИФ	64	**-11,43**	1,05	0,57	1,45	13,98
Денежный	БПИФ	3	**-6,35**	**-4,25**	**-5,07**	**-5,45**	**-1,32**
Денежный	ОПИФ	2	**-5,12**	**-2,54**	**-2,54**	**-4,01**	0,04
Драгметаллы	БПИФ	3	**-19,32**	**-11,73**	**-12,19**	**-9,86**	**-3,69**
Драгметаллы	ОПИФ	3	**-6,38**	**-3,69**	**-4,49**	**-4,09**	**-0,19**

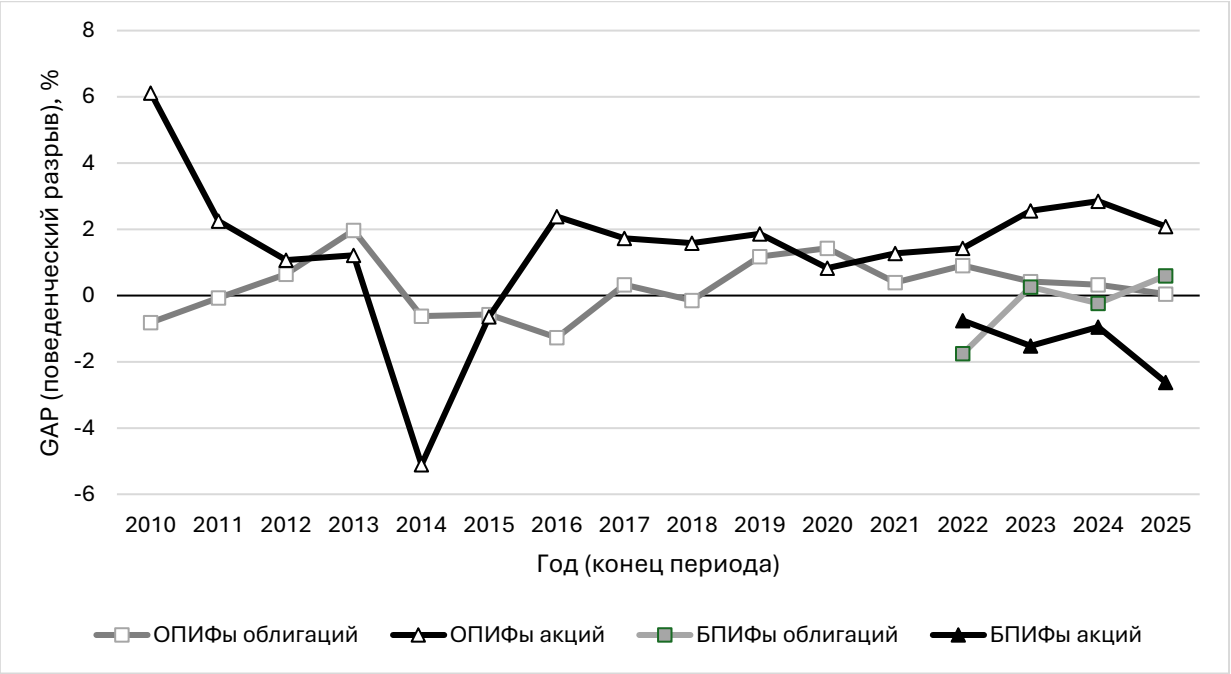
Облигации	БПИФ	17	**-10,88**	0,35	0,68	0,42	4,06
Облигации	ОПИФ	66	**-26,71**	**-0,45**	0,49	0,49	4,66
Смешанный	БПИФ	5	**-2,43**	**-1,05**	**-0,43**	**-0,04**	**-0,02**
Смешанный	ОПИФ	31	**-10,12**	0,41	1,13	2,6	5,16

Примечание: жирным шрифтом отмечены случаи, когда инвестор выигрывает у фонда.
Источник: составлено авторами.

Более продолжительные временные ряды доступны для фондов акций и облигаций, что обеспечивает статистическую сопоставимость оценок. Поэтому дальнейший анализ ограничен ОПИФами и БПИФами данных категорий. Динамика поведенческого разрыва для фондов акций и облигаций, усредненного по каждому году, показана на рис. 1. Расчет показателей по ОПИФам проводится на пятилетних скользящих окнах со сдвигом на год, а по БПИФам – длительностью один год в силу ограниченного числа данных, связанного с относительно недавним началом их деятельности на российском рынке. Динамика разрывов БПИФов схожа с ОПИФами тех же категорий инвестирования.

Рисунок 1

Разрывы доходностей для ПИФов акций и облигаций,
п. п., скользящие периоды, 2005 г. – август 2025 г.



Источник: рисунок авторов по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Для ОПИФов облигаций среднегодовая величина разрыва не поднималась выше 2 п. п. и периодически опускалась ниже 0, что говорит о том, что доходность инвесторов несильно уступала доходности самих фондов. Для ОПИФов акций поведенческий разрыв более волатилен. Падение разрыва в период восстановления после мирового финансового кризиса 2008 г. (на графике соответствует концу периода 2014 г.) говорит о том, что в среднем инвесторы в тот период времени получили доходность выше примерно на 5 п. п.

Для биржевых фондов наблюдаются иные тренды – величина поведенческого разрыва преимущественно отрицательная, а для фондов акций выигрыш инвесторов (гэп -1,39 п. п.) еще выше, чем для фондов облигаций (гэп -0,31 п. п.).

Описательная статистика приведена в табл. 3. Для ОПИФов облигаций средний разрыв близок к нулю (0,29%), для ОПИФов акций он достигает 0,87%. Кроме того, волатильность среднегодового разрыва для акций практически в два раза выше, чем у облигаций, и межквартильный размах IQR (разброс средних 50%-ных значений поведенческого разрыва) сильно

отличается, что подтверждает риск вложений в этот класс активов. Для БПИФов характерен отрицательный разрыв, то есть выигрыш среднего инвестора по сравнению с фондом, что может указывать на более удачные моменты притока и оттока капитала из таких фондов.

Таблица 3

Описательная статистика разрывов, %

Тип	Mean GAP	Std GAP	Min GAP	Max GAP	Median GAP	IQR GAP
ОПИФы акций	0,87	7,21	- 43,36	39,95	1,27	4,79
ОПИФы облигаций	0,29	4,59	- 35,18	15,69	0,49	2,07
БПИФы акций	- 1,39	7,80	- 29,81	24,63	- 0,03	4,91
БПИФы облигаций	- 0,31	3,67	- 28,49	9,84	0,00	0,94

Примечание: Для ОПИФов длительность окна 5 лет, сдвиг на год, для БПИФов длительность окна один год, сдвиг на полгода на сокращенном периоде 2021–2025 гг.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Поведенческий разрыв декомпозирован на три ключевые составляющие: эффект тайминга, эффект ретроспективы и фактор актива, чтобы показать отличия во влиянии поведенческих ошибок на общую недополученную доходность инвестора для разных категорий фондов (табл. 4).

Таблица 4

Декомпозиция поведенческого разрыва, п. п., 2005–2025 гг.

	ОПИФы				БПИФы			
	Всего	**Тайминг**	**Ретроспектива**	**Актив**	**Всего**	**Тайминг**	**Ретроспектива**	**Актив**
Фонды облигаций								
Все	0,29	0,53	0,29	-0,53	-0,31	-3,16	5,47	-2,62
Q1	-3,57	-3,32	0,09	-0,35	-2,17	-2,13	7,42	-7,45
Q2	-0,27	-0,26	1,00	-1,01	-0,64	-0,88	-0,98[a]	1,23
Q3	0,53	0,61	-0,09	0,01	-0,13	-4,30	6,80	-2,63
Q4	1,32	1,40	-0,32	0,24	0,59	-3,34	6,39	-2,45

	ОПИФы				БПИФы			
	Всего	**Тайминг**	**Ретроспектива**	**Актив**	**Всего**	**Тайминг**	**Ретроспектива**	**Актив**
Q5	4,12	4,56	0,92	-1,37	2,00	-4,33	7,03	-0,69
Фонды акций								
Все	0,87	1,05	1,80	-1,98	-1,39	-1,1	15,02	-15,31
Q1	-4,16	-4,06	3,15	-3,25	-7,68	-2,83	13,52	-18,37
Q2	-0,49	-0,45	2,24	-2,28	-1,64	-15,91	18,76	-4,48
Q3	1,02	1,06	1,33	-1,37	-0,49	-1,19	14,21	-13,51
Q4	2,74	2,77	2,15	-2,18	0,97	3,05	16,55	-18,64
Q5	6,66	6,82	0,92	-1,08	3,55	10,55	12,94	-19,94

Примечание: Q1 – наибольший выигрыш; Q5 – наибольшие потери; [a] – в эту категорию вошли менее типичные фонды облигаций, а именно облигации в валюте, отличной от рубля. Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

В ОПИФах облигаций формирование разрыва преимущественно связано с эффектом тайминга (0,53 п. п.), тогда как эффект ретроспективы играет вторичную роль (0,29 п. п.). В крайних квантилях именно тайминг объясняет основную часть как выигрышей, так и потерь, что свидетельствует о высокой чувствительности результатов инвестора к моменту входа в фонд и выхода из него.

При этом БПИФы облигаций отличаются от ОПИФов тем, что доминирующей положительной компонентой выступает эффект ретроспективы (5,47 п. п.), что указывает на существенные потери от следования за прошлой доходностью, тогда как тайминг (–3,16 п. п.) и фактор актива (–2,62 п. п.) практически нивелируют потери инвесторов. Выигрыш инвестора обеспечивается не поведенческой дисциплиной, а сочетанием удачного тайминга и структуры вложений, что наблюдается также и во всех квантилях.

В фондах акций различия проявляются еще более отчетливо. В ОПИФах акций средний разрыв положителен (0,87 п. п.) и определяется

преимущественно эффектом ретроспективы (1,80 п. п.), превышающим вклад тайминга (1,05 п. п.). В Q1, где инвесторы имеют доходность выше фонда, выигрыш обеспечивается удачным таймингом. Наибольший проигрыш (Q5) также обеспечивается за счет него, тогда как в промежуточных квантилях (Q2–Q4) наблюдается одновременное положительное влияние тайминга и ретроспективы, что указывает на кумулятивный характер поведенческих ошибок.

В БПИФах акций наблюдается наиболее выраженное разнообразие поведенческих эффектов. Эффект ретроспективы достигает 15,02 п. п., полностью определяя структуру разрыва. Отрицательный вклад фактора актива (–15,31 п. п.) почти зеркально компенсирует данный эффект, тогда как средний вклад тайминга (–1,1 п. п.) оказывается второстепенным, хотя его вариация по квантилям указывает на значительную нестабильность инвестиционных решений.

Результаты декомпозиции показывают, что систематическое следование прошлой доходности является ключевым источником поведенческих потерь в фондах акций, особенно в БПИФах, тогда как в ОПИФах облигаций более значимую роль играет фактор выбора момента инвестирования. Фактор актива в большинстве случаев выполняет сглаживающую функцию. Квантильный анализ показывает, что в крайних группах масштаб выигрыша или проигрыша инвестора чаще всего определяется таймингом, особенно в ОПИФах. Эффект ретроспективы при этом преимущественно увеличивает потери инвестора.

Результаты оценки эконометрических моделей для факторов, влияющих на величину поведенческого разрыва, приведены в табл. 5. Для AR (1) отвергается нулевая гипотеза о некоррелированности: значения p-value равны 0,000 для облигационных и акционных фондов, а для AR (2) гипотеза не отвергается и p-value равны 0,418 и 0,521 соответственно. Это показывает, что инструменты пригодны для использования в модели и могут обеспечивать несмещенность оценок.

В динамических панельных данных не используется стандартная оценка качества модели по R^2, поэтому приводится показатель Wald χ^2, который является статистическим тестом для проверки совместного значимого влияния включенных регрессоров.

Таблица 5

Результаты оценок факторов для GAP

	ОПИФы облигаций	**ОПИФы акций**
Константа	-2,1321 (-1,1092)	-6,5094*** (-3,3447)
Волатильность чистого притока	-0,3969 (-0,8533)	0,3455 (0,3020)
Волатильность доходности	-0,1496** (-1,9761)	0,1535*** (3,2261)
Коэффициент альфа	0,0100 (0,2131)	0,0476 (1,4141)
Коэффициент бета	0,1871 (0,4405)	0,5136 (0,8123)
Размер фонда	0,0908 (1,3004)	0,2816*** (2,9906)
Относительная величина чистого притока	0,2642 (0,4142)	-0,1274 (-0,1515)
RUONIA	0,1243** (2,1110)	-0,1287* (-1,6715)
Лаг разрыва (2 периода)	0,2024 (1,6038)	0,3564*** (5,0514)
УК входит в топ-5 по размеру	0,2614 (0,6026)	0,1805 (0,3871)
Wald $\chi^2(8)$ (тест значимости)	55,12***	94,43***

Примечание: *, **, *** – значимость на 10-, 5- и 1-процентном уровне.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Для обоих типов фондов волатильность доходности имеет значимое влияние. Для ОПИФов облигаций она сопряжена с большими потерями инвестора, а в ОПИФах акций, наоборот, инвестор при прочих равных выигрывает на 0,15 п. п. при росте волатильности на 1 п. п. Размер фонда в обеих моделях положительно коррелирует с поведенческим разрывом, что

подтверждает предположения о меньшей привлекательности для инвесторов вложений в более крупные фонды. Ставка RUONIA имеет положительное влияние только на разрыв в ОПИФах облигаций, что подтверждает различное влияние рыночной ситуации на доходность в различных инструментах. Предыдущие показатели разрыва имеют влияние только для ОПИФов акций и при прочих равных увеличивают его, показывая на существенное влияние прошлых периодов на текущие значения. Таким образом, если инвестор в прошлом терял в доходности, то это приводит к потерям и в следующих периодах. Коэффициенты альфа и бета фондов не вносят значимый вклад в разрыв.

СТРАТЕГИИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ КАПИТАЛА ИНВЕСТОРОВ ВО ВРЕМЕНИ

Для сравнения потенциала поведенческих стратегий распределения капитала во времени (купи-и-держи LSI, равномерных взносов MCA, стоимостного усреднения VA) относительно фактической доходности инвестора (IRR) была рассчитана описательная статистика доходностей на основе скользящих окон со сдвигом на месяц: пятилетних для ОПИФов и годовых для БПИФов (табл. 6).

Таблица 6

Описательная статистика доходностей инвестиционных стратегий по категориям фондов, %

Показатель	Облигаций				Акций			
	LSI	**MCA**	**VA**	**IRR**	**LSI**	**MCA**	**VA**	**IRR**
ОПИФы (период 01.2005 – 07.2025)								
Среднее	6,59	6,87	7,37	5,97	6,68	7,83	9,69	5,21
Медиана	6,99	7,20	7,37	6,47	7,01	8,24	10,93	5,04
Стандартное отклонение	5,93	5,73	6,33	7,03	10,27	10,54	14,02	12,25

Доходность/Риск	1,11	1,20	1,16	0,85	0,65	0,74	0,69	0,43
БПИФы (период 01.2021 – 07.2025)								
Среднее	5,61	6,79	8,60	5,75	2,66	7,79	14,21	4,40
Медиана	5,03	6,76	7,72	4,85	-3,64	6,05	13,30	-2,64
Стандартное отклонение	11,15	13,43	17,96	11,89	38,91	41,84	47,52	40,97
Доходность/Риск	0,50	0,51	0,48	0,48	0,07	0,19	0,30	0,11

Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Для ОПИФов стратегия VA обеспечивает наибольшую среднюю доходность (7,37% для облигаций и 9,69% для акций). Фактическая доходность инвестора (IRR) оказывается ниже всех альтернатив по среднему значению (5,97 и 5,21% соответственно) и чаще всего сопровождается наибольшим риском, уступая в этом только VA стратегии и проигрывая всем упорядоченным стратегиям по соотношению риск – доходность. Стратегия равномерных вложений MCA является более простой альтернативой стоимостному усреднению (VA) и демонстрирует более низкую доходность при существенно более низком уровне риска, что делает ее наиболее сбалансированным и доступным подходом.

Аналогичная тенденция наблюдается и в биржевых фондах, где VA также остается наиболее эффективной по доходности (8,60% для облигаций и 14,21% для акций), но сопряжена с максимальным риском (самым высоким стандартным отклонением). Стратегия MCA (6,79% для облигаций и 7,79% для акций) подтверждает свою роль как наиболее сбалансированная альтернатива, однако для БПИФов акций стоимостное усреднение показало себя более удачным с точки зрения соотношения доходности и риска.

Сравнительный анализ среднегодовой доходности инвестиционных стратегий (LSI, MCA, VA) в зависимости от уровня рыночной волатильности позволяет оценить различия в их потенциале для инвесторов (табл. 7).

Таблица 7

Сравнительная эффективность стратегий по категориям фондов в зависимости от уровня волатильности рынка (среднегодовая доходность, %)

Уровень волатильности бенчмарка	ОПИФы облигаций				ОПИФы акций			
	LSI	MCA	VA	IRR	LSI	MCA	VA	IRR
Низкая	8,13	7,78	-	7,38	11,86	12,58	-	11,22
Средняя	6,80	6,92	7,23	6,25	6,82	6,30	8,38	5,74
Высокая	4,82	5,92	7,25	4,31	1,39	4,56	6,66	-0,79
Весь период	6,59	6,87	7,37	5,97	6,68	7,83	9,69	5,21

Примечание: стратегия VA не применяется при низкой волатильности, так как стоимость портфеля не отклоняется значительно от целевой траектории, чтобы смоделировать приток новых денежных средств.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Стратегия стоимостного усреднения VA демонстрирует превосходство в условиях средней и высокой волатильности для всех фондов, что подтверждает ее способность наиболее эффективно использовать рыночные колебания для повышения доходности (например, основным правилом является покупать чуть более интенсивно при просадке, продавать – при резком росте актива свыше таргета). Проигрыш LSI при высокой волатильности рынка с доходностью для ОПИФов акций на уровне 1,39% подчеркивает высокий риск неправильного выбора единовременного инвестирования всей суммы накоплений, особенно для высокорисковых активов. Таким образом, на российском рынке дисциплинированное инвестирование в форме VA может оказаться наиболее рациональным выбором, а равномерные инвестиции (MCA) являются стабильно вторым лучшим подходом, если более сложное стоимостное усреднение недоступно.

Бутстрап-анализ подтверждает, что различия в средней доходности между стратегиями носят систематический характер, а в условиях российского

рынка стратегии финансовой дисциплины (VA и MCA) статистически значимо превосходят разовое вложение (LSI) и хаотичное поведение инвестора (IRR) по показателю средней доходности (табл. 8).

Таблица 8

Бутстрап-анализ, разница в средней доходности стратегий, п. п.

Сравнение стратегий	ОПИФы		БПИФы	
	облигаций	акций	облигаций	акций
VA против MCA ($R_{VA} - R_{MCA}$)	+0,50***	+1,85***	+1,78**	+6,48***
VA против LSI ($R_{VA} - R_{LSI}$)	+0,79***	+2,98***	+2,73***	+12,11***
VA против IRR ($R_{VA} - R_{IRR}$)	+1,40***	+4,28***	+2,85***	+9,61***
MCA против LSI ($R_{MCA} - R_{LSI}$)	+0,28***	+1,12***	0,94	+5,63***
MCA против IRR ($R_{MCA} - R_{IRR}$)	+0,89***	+2,42***	+1,07*	3,13
LSI против IRR ($R_{LSI} - R_{IRR}$)	+0,61***	+1,30***	0,12	-2,50

Примечание: *, **, *** – значимость на 10-, 5- и 1-процентном уровне.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Стратегия стоимостного усреднения (VA) статистически значимо превосходит альтернативы по доходности, что указывает на устойчивую премию за контрциклическое перераспределение капитала. Особенно выражен эффект в фондах акций, где преимущество VA над LSI и IRR достигает максимальных значений.

В ОПИФах как облигаций, так и акций различия между дисциплинированными стратегиями (VA и MCA) и фактическим поведением инвесторов (IRR) статистически значимы, что свидетельствует о наличии устойчивых поведенческих потерь. В БПИФах акций только стоимостное усреднение статистически значимо превосходит все остальные стратегии, а в БПИФах облигаций работают как стоимостное усреднение, так и равномерные инвестиции.

Таким образом, дисциплинированные стратегии создают статистически значимую избыточную доходность для инвестора относительно как

единовременного вложения средств, так и фактического распределения инвесторов, причем величина этой премии возрастает по мере увеличения рыночной волатильности и риска класса активов. Стратегия стоимостного усреднения чаще демонстрирует наибольшую доходность, но может сопровождаться повышенным риском. Равномерное вложение является наиболее сбалансированной и устойчивой альтернативой, что делает ее предпочтительной для инвесторов, стремящихся минимизировать поведенческие потери.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, проведенный эмпирический анализ показал, что величина поведенческого разрыва между доходностью фонда и инвестора существенно варьируется в зависимости от категории активов, стратегии инвестирования и рыночной ситуации. Для облигационных фондов разрыв оказался в целом низким и менее волатильным, равным 0,29 п. п. для открытых и -0,31 п. п. для биржевых, что обусловлено природой актива, который в среднем обладает умеренной доходностью и невысокой рыночной волатильностью. В фондах акций величина разрыва выше, как и его разброс между периодами, особенно в условиях рыночных шоков (0,84 п. п. для ОПИФов и -1,39 п. п. для БПИФов).

Разложение поведенческого разрыва на три компоненты (структуру актива, поведение инвестора и тайминг) показало, что для каждого из типов фондов вклад вносили различные эффекты. Для открытых фондов основной разрыв объясняется в большей степени эффектом тайминга, тогда как для биржевых он, наоборот, в основном снижал поведенческий разрыв, а принятие решения о вложении или изъятии средств на основе предыдущих периодов (эффект ретроспективы) увеличивало потери инвесторов.

Среди значимых факторов, влияющих на величину разрыва выявлено положительное влияние размера фонда. Волатильность доходности также

повышает разрыв в фондах акций, а для фондов облигаций ведет к его снижению. Для фондов акций выявлена значимая положительная автокорреляция поведенческого разрыва.

Дисциплинированные стратегии генерируют статистически значимую избыточную доходность относительно разовых вложений и фактического распределения капитала инвесторов, при этом премия за следование правилам распределения капитала во времени увеличивается в периоды рыночной волатильности и для рискованных активов. В то время как стоимостное усреднение обеспечивает максимальную доходность при повышенном риске, равномерное инвестирование (MCA) выступает наиболее доступной и сбалансированной альтернативой, минимизирующей поведенческие потери и ошибки тайминга.

Значимость полученных результатов заключается в возможности оптимизации инвестиционных профилей частных инвесторов через популяризацию простых практик финансовой дисциплины и регулярных инвестиций без попыток угадать удачные моменты входа и выхода. Для институциональных участников рынка и управляющих компаний данные результаты могут служить обоснованием для внедрения автоматизированных сервисов регулярного инвестирования, которые нивелируют негативное влияние эффектов ретроспективы и тайминга и снижают общий размер поведенческих потерь и риски инвесторов.

Перспективным направлением дальнейших исследований является анализ устойчивого превышения доходности инвесторов в биржевых ПИФах по сравнению с открытыми фондами. В частности, анализ того, объясняется ли этот эффект особенностями стратегий частных инвесторов в биржевые фонды или является результатом информационной асимметрии, позволяющей маркет-мейкерам получать дополнительные доходы от совершения арбитражных сделок с паями фонда и его обычными инвесторами.

Список источников / References

Прим. редакции. В статье нет ссылок на источники на русском языке, поэтому списки объединены. Образцы оформления списков источников смотрите в Инструкции по оформлению статей - https://www.finjournal-nifi.ru/ru/avtoram

1. Arnott A., Samant S. (2022). A report on investor returns in the United States. Mind the Gap 2022 – MorningStar, 2022. URL: https://www.morningstar.com/business/insights/research/mind-the-gap.
2. Bessembinder H., Chen T-F. et al. (2025). How Should Investors' Long-Term Returns Be Measured? *Financial Analysts Journal*, 81 (1), 33–62. https://doi.org/10.1080/0015198X.2024.2401765.
3. Cagnazzo A. (2022). Market-Timing Performance of Mutual Fund Investors in Emerging Markets. *International Review of Economics and Finance*, 77, 378–394. https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.10.004.
4. Choe H., Ban J.I. (2020). Does Value Averaging Strategy Improve Investment Performance? Evidence from the Korean Fund Market. *Korean Journal of Financial Studies*, 49 (3), 313–340. https://doi.org/10.26845/KJFS.2020.06.49.3.313.
5. Claus J., Thomas J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance*, 56 (5), 1629–1666. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00384.
6. Dichev I.D. (2007). What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns. *American Economic Review*, 97 (1), 386–401. https://doi.org/10.1257/aer.97.1.386.
7. Dichev I.D., Zheng X. (2024). The volatility of stock investor returns. *Journal of Financial Markets*, 70, 100927. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2024.100927
8. Ferreira M.A., Keswani A. et al. (2013). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 17 (2), 483–525. https://doi.org/10.1093/rof/rfs013.

9. Friesen G.C., Sapp T. R.A. (2007). Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability. *Journal of Banking & Finance*, 31 (9), 2796–2816. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.01.024
10. Fulkerson J., Jordan B. et al. (2024). Bad Timing Does Not Cost Investors One Fifth of Their Funds' Returns: An Examination of Morningstar's 'Mind the Gap' Study. https://doi.org/10.2139/ssrn.4904652.
11. Hayley S. (2014). Hindsight effects in Dollar-Weighted Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1), 249–269. https://doi.org/10.1017/S0022109014000155.
12. Hsu J., Myers B.W. et al. (2016). Timing poorly: A guide to generating poor returns while investing in successful strategies. *Journal of Portfolio Management*, 42 (2), 90–98. https://doi.org/10.3905/jpm.2016.42.2.090.
13. Ivanov S. (2016). Analysis of the factors impacting ETFs net fund flow changes. *Studies in Economics and Finance*, 33 (2), 244–261. https://doi.org/10.1108/SEF-06-2014-0114.
14. Keswani A., Stolin D. (2008). Dollar-weighted returns to stock investors: A new look at the evidence. *Finance Research Letters*, 5 (4), 228–235. https://doi.org/10.1016/j.frl.2008.08.001.
15. Mandal S., Akshita et al. (2023). Impact of Systematic Investment Plan on Mutual Fund. *Lingayas's Journal of Professional Studies*, 17 (2), 121–141. URL: https://www.lingayasvidyapeeth.edu.in/lingayas-journal/papers/vol-17-no-2/8.pdf.
16. Zweig J. (1997). Funds that really make money for their investors. Money, 26 (4), 124–134. URL: https://jasonzweig.com/funds-that-really-make-money-for-their-investors/.

Информация об авторах

Александр Петрович Иванов, доктор экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Мария Васильевна Петрова, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Ирина Викторовна Макарова, аспирант РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Information about the authors

Alexander P. Ivanov, Doctor of Economic Sciences, Head of Laboratory, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow, Russian Federation

Maria V. Petrova, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow, Russian Federation

Irina V. Makarova, Postgraduate Student, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow, Russian Federation