

Кантолинский М.И. Российская и международная инвестиционная практика [текст] / М.И. Кантолинский // Международно-правовые чтения. – Воронеж: ИПЦ ВГУ, 2010. – Вып. 9. – с. 87-93. – 0,48 п.л.

## **Российская и международная инвестиционная практика**

**М.И. Кантолинский**, аспирант кафедры Ценных бумаг и финансового инжиниринга, Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации

Тел.: 8(916)165-44-56

Можно выделить 3 группы инвесторов, чье поведение определяет динамику цен на российском рынке ценных бумаг: население – физические лица, осуществляющие сделки через брокера в собственных интересах или в интересах третьих лиц; институциональные инвесторы – компании, для которых инвестиции на фондовом рынке являются профильным видом деятельности (управляющие компании, страховые и перестраховочные компании, НПФ, лизинговые компании, благотворительные компании, фонды, «семейные офисы» (family offices) и др.); юридические лица (корпорации, торгующие за свой счет); нерезиденты. Согласно статистике ММВБ, на конец 2009 года зарегистрированных частных инвесторов в России около 635 тыс.; нерезидентов 3,5 тыс.; всего участников биржевых торгов около 660 тыс.<sup>1</sup>

Проанализируем факторы, влияющие на поведение каждой группы инвесторов, и охарактеризуем данное поведение.

### **Характеристика инвесторов-физических лиц**

Составляя по опросам портрет потенциального инвестора, ФОМ выделяет среди его характеристик молодой возраст, средний доход и

хорошее образование. Потенциальными инвесторами в России в конце 2007 года можно было считать 5,3% населения<sup>2</sup>, при этом финансово-активных граждан было 35,2% (финансово-активные граждане – те, кто обозначает наличие свободных денег, желание их сохранять и приумножать, а также наличие соответствующего опыта). Столь низкая даже для смешанной модели фондового рынка доля потенциальных инвесторов на фондовом рынке объясняется несколькими причинами:

- Недостаточный уровень информированности, незнание инструментов и устройства рынка. По данным опроса ФОМ в 2008 году, 26% населения не слышало словосочетания «Фондовый рынок» (хотя эта доля снизилась по сравнению с 34% годом ранее), а «знает» такое словосочетание лишь 22%. Большая часть населения также не знает об основных инструментах (акциях, облигациях, ПИФах, ОФБУ), а также о том, где и как стать участником фондового рынка (13% опрошенных считают, что обычный человек не может купить акции на бирже). Однако большая часть населения хорошо осведомлена о существовании консервативных инвестиционных инструментов – вкладах в Сбербанке и коммерческих банках, а также инвестиционной недвижимости. При этом отмечается, что в связи с увеличением информационного сопровождения мирового финансового кризиса выросло число людей, интересующихся информацией о ситуации на российском фондовом рынке. Однако, исходя из выводов ФОМ, люди не связывают события на мировом финансовом рынке с поведением российских акций вследствие финансовой неграмотности и недостаточной информированности.
- Нежелание интересоваться фондовым рынком. Лишь 19,1% людей в конце 2007 года интересовались инвестициями в ценные бумаги.
- Недоверие к государству, ассоциации с «пирамидами». Основными рисками инвестирования в акции опрошенные считают не

возможное снижение их стоимости (20%), а банкротство компании (31%) и страх потерять все вложения (21%). Сравнение с «пирамидами» усугубляется недоверием к государству и финансовой системе, неуверенностью в завтрашнем дне, недоверием к финансовым посредникам, ощущением подвоха («все поделено между своими, и я в любом случае останусь в проигрыше»), убежденностью в отсутствии законодательной защиты инвестора, ощущением превосходства крупных компаний и фирм над частным инвестором.

- Проблема финансового патернализма. Несмотря на недоверие к государству, призыв к «сильной руке» остается сильным аргументом при возможном развитии негативного сценария. Почти 40% опрошенных считают, что возможные убытки от инвестиций в акции должно возмещать государство.

Из тех физических лиц, кто является потенциальным или действующим инвестором, многие пребывают в заблуждении и невежестве относительно правил, механизмов и способов инвестирования. 90% опрошенных фиксируют недостаток информации, связанной с фондовым рынком, однако уровень доверия к официальным или считающимся квалифицированными источниками информации низок. Зато высок уровень доверия к друзьям, родственникам, знакомым. Более «продвинутые» инвесторы начинают искать «инсайдерскую информацию», за которую часто принимают все те же советы знакомых, работающих в финансовой сфере или в компании-эмитенте. Как «инсайд» часто подается информация с форумов, блогов, чатов, которая априори является непроверенной и часто исходящей из неквалифицированного источника. Во многих случаях подобная информация, используемая в инвестиционных решениях, является лжеинсайдом и может приводить к масштабным убыткам, а прибыли могут быть лишь простым совпадением. Склонность к получению «инсайдерской»

информации из «надежных» источников отмечается и у профессиональных трейдеров и управляющих.

Спекулятивный интерес населения подтверждается предпочтением к инвестиционным инструментам. Несмотря на традиционные советы новичкам вкладывать деньги в инструменты коллективного инвестирования, лишь 5% опрошенных ФОМ вложили бы свободные деньги в ПИФ и 2% - в ОФБУ. При этом акции готовы купить 16% опрошенных. Частично это можно объяснить недоверием к финансовым посредникам, более низкой ликвидностью инструментов коллективного инвестирования и высокими комиссиями, но глубинная причина, скорее всего, лежит в желании «держать руку на пульсе» и зарабатывать больше (реализация различных эвристик). Доверие к «гарантированным» высоким процентам за короткие сроки и финансовая неграмотность по-прежнему поддерживают инвесторов, инвестирующих или передающих средства в управление организациям, имеющим признаки финансовых пирамид. По данным МВД РФ, за девять лет (1999-2008 гг.) жертвами финансовых пирамид в России стали 500 тысяч человек, которые потеряли почти 240 млн. долларов<sup>3</sup>. По оценке НАФИ, потенциальными участниками пирамид могут являться 6,4% россиян<sup>4</sup>.

Кризис оказывает негативное воздействие на инвестиционную культуру населения. По данным ФОМ, в 2008 году количество финансово-активных россиян снизилось с 35% до 17%. Это неизбежно приводит к падению уровня осведомленности и заинтересованности в получении информации (нет предмета для дискуссии). Кроме того, ряды индифферентных к фондовому рынку пополняются людьми, получившими убытки по акциям, облигациям, ПИФам, ОФБУ и надолго или навсегда охладевших к данному способу распоряжения деньгами (именно распоряжения, а не инвестирования: ряд людей при наличии свободных средств в следующий раз предпочтет их потратить на материальные блага или развлечения, нежели вложить в инструменты фондового рынка). С другой стороны, во время обвального падения некоторые брокерские

компании фиксировали приток клиентов, желающих открыть брокерский счет с целью купить подешевевшие акции или заняться спекуляциями, учитывая экстремальную волатильность и потенциально высокие спекулятивные выгоды.

Определенное влияние на инвестиционную культуру населения оказывает религиозная принадлежность и воцерковленность. По данным ФОМ, в 2008 году лишь 26% опрошенных признали себя неверующими, большинство опрошенных (59%) считают себя православными, 2% заявляют о принадлежности к другим христианским конфессиям, 6% – к исламу, 2% – к иным религиям; 5% затруднились назвать определенную конфессию. Похожее распределение ответов было получено в 2002 и 2000 гг.<sup>5</sup>

Отношение православия к инвестированию в инструменты фондового рынка можно охарактеризовать как сдержанно-негативное. Признавая институт частной собственности, православная доктрина не видит в нем преимуществ перед государственной. Основными целями труда являются производство товаров и услуг, личное существование (аскетическое и нравственное) и милосердие. Деятельность по торговле ценными бумагами порицается в контексте критики стремления к личному обогащению и отсутствия нравственности. Максимизация прибыли и спекуляции являются объектами жесткой критики церкви.

Влияние исламской религии на инвестиционное поведение в первую очередь заключается в содержащемся в Коране запрете на рибх (ссудный процент), продажу с отсрочкой, бизнес-отношений с немусульманами, а также любых бизнес-отношений с компаниями, связанными с производством и поставками свинины, алкоголя, азартных игр<sup>6</sup>. Таким образом, под особой критикой ислама должны находиться долговые бумаги и производные инструменты, а также маргинальные сделки.

С другой стороны, влияние религии на инвестиционное поведение ослаблено многими факторами. Во-первых, признавая себя верующими, большинство людей не соблюдает предписания религиозных доктрин или

интерпретирует их по-своему. Проникновение религии в повседневные дела и основы трудовой деятельности невелико и неглубоко. Отметим также и роль казуистики, например, исламские инвестиции часто существуют в форме фондов или трастов для толкования целей инвестиционного процесса как средства не личного обогащения, а улучшения жизни мусульманской общины. В православии также существуют примеры совмещения активной общественно-религиозной и бизнес-деятельности, при определенных условиях одобряемые церковью<sup>7</sup>. Ориентация на религиозные ценности населения иногда становится маркетинговым ходом для бизнеса.

Как многоконфессиональная страна, с отдельными монорелигиозными регионами, Россия способна привлекать на фондовый рынок средства большинства групп иностранных инвесторов, например, исламских стран.

Таким образом, можно резюмировать, что религия и религиозная разнородность могут оказывать смешанное воздействие, относительно невысокой силы, на инвестиционную культуру населения.

### **Характеристика инвесторов-профессиональных управляющих**

Многие российские управляющие не имели практического опыта переживания крупных кризисов или переживали их не как самостоятельные инвесторы (например, по время кризиса 1998 года), а в качестве трейдеров, выполняющих технические стороны работы. Учитывая относительно стабильный рост российского фондового рынка в период с 2000 по 2007 годы, сопровождавшийся развитием инфраструктуры и инструментария при остающейся слабой системе риск-менеджмента, некоторые управляющие могли идти на больший риск, чем предполагали их теоретические и практические модели. Это могло выражаться в построении различного рода сложных стратегий с использованием кредитования, маржинальной торговли, сделок РЕПО и др. Чрезмерная концентрация риска во время кризиса 2008 года привела к резкому уменьшению стоимости открытых позиций у таких

управляющих за счет маржин коллов (margin calls), «эффекта домино» и закрытия лимитов у их контрагентов.

Говоря о влиянии личности управляющего активами на инвестиционный процесс, необходимо уделить существенную роль образованию. Если говорить о доминирующих на мировом рынке представителях западной бизнес-школы, то при принятии решений, на наш взгляд, есть ряд критичных различий. Западная система образования, построенная на кейсах, дает управляющим навыки быстрого реагирования на изменения ситуаций, информацию и инвестиционные идеи, поступающие в рынок. Кроме того, на скорость реакции западных управляющих позитивно влияет накопленный прецедентный опыт. Российское образование, уделяющее большое внимание количественному анализу и выверенным алгоритмам, менее приспособлено к безтрендовым ситуациям, но позволяет выстроить сложную и многофакторную систему управления активами.

Отметим, что на мировых рынках все большую роль играют восточные инвесторы, среди которых отдельно можно выделить Китай и Индию, а также страны, в которых излишки средств связаны с нефтяными доходами. Философская и образовательная концепция данных стран не предполагает принятия быстрых и спонтанных решений, поэтому инвесторы такого типа могут не успевать за краткосрочными и спекулятивными рыночными решениями, но выигрывать на более длительных промежутках, что особенно важно в кризисные периоды, сопровождающиеся паникой.

Отметим, что с учетом глобализации влияние образования, социальной и культурной среды на процесс управления активами снижается. Многие управляющие из разных стран имеют западное (европейское или американское образование), MBA, прошли программу стажировок за рубежом, участвовали в семинарах по обмену опытом, получили западные аттестаты. При наличии гибкого восприятия подобный опыт может быть успешно интегрирован в систему принятия инвестиционных решений.

В России в образовании управляющих играет роль мощная теоретическая (особенно математическая) база. Профессиональные участники фондового рынка предпочитают брать на работу управляющих с первым математическим и кибернетическим образованием ведущих технических ВУЗов и университетов (ВМИК МГУ, МФТИ, МГТУ им. Баумана, МИФИ, НГУ), мотивируя это тем, что математическая база должна быть широкой, а экономический аппарат нарастить всегда можно. Есть спрос и на экономистов ведущих ВУЗов (Финансовая академия при Правительстве РФ, МГУ, ГУ-ВШЭ, АНХ, НГУ), но стоит учесть, что в образовании данных специалистов также существенную роль играют математические навыки. Среди частных трейдеров, помимо вышеперечисленных специальностей, популярны связанные с информационными технологиями.

Из-за мощной фундаментальной базы, ментальной склонности к анализу, а также боязни ответственности, российские управляющие могут быть склонны к двум полюсам отношения к информации и использования ее в принятии инвестиционных решений. С одной стороны, чрезмерная самоуверенность и успешный опыт управления на молодом и постоянно растущем в прошлом (после 1998 года) российском рынке, может вызывать скептическое отношение к новым реалиям и использование шаблонного мышления и устойчивых алгоритмов («основного сценария») в большинстве торговых решений. И наоборот, склонность к анализу предполагает сбор большого количества новостной и аналитической информации для принятия решений, проблемы в отделении «зерен от плевел», выбор одних и игнорирование других факторов. В первом случае инвестор может быть успешным в случае хорошего «основного сценария», однако события, не укладывающиеся в его доверительный интервал, а также кризисы способны нивелировать преимущества данного алгоритма, что, в условиях единственности «основного сценария» может привести к крупным убыткам (усугубляют ситуацию «страх сожаления» и эвристика якоря) – управляющий просто растеряется, а отсутствие прецедентов выхода из



позиции принесет дополнительные убытки. Кроме того, игнорирование информации и успех «основного сценария» вкупе с чрезмерной самоуверенностью ведут к принятию дополнительного (часто неоправданного риска). Подобные события произошли в 1998 году на рынке РЕПО и межбанковского кредитования, когда временный уход с рынка и закрытие лимитов основными игроками привели к проблемам с расчетами у более мелких игроков и банкротствами некоторых из них. Чрезмерное увлечение информацией для принятия решений не позволяет управляющим быстро реагировать на новые инвестиционные идеи и осуществлять арбитражные операции, хотя способно защитить от крупных потерь (при условии глубоко аналитически подготовленного «основного сценария»).

Существует проблема использования нерелевантной информации и смещения горизонтов анализа. Аналитики и управляющие, в силу «эвристики якоря» и использования проверенных моделей, могут использовать краткосрочные взаимосвязи для анализа долгосрочных сценариев и влияния макроэкономических факторов<sup>8</sup>. При этом взаимосвязи часто используются как аксиомы, и значимость их влияния в краткосрочном, среднесрочном или долгосрочном периоде даже не анализируется. Если стратегия стала убыточной из-за неправильной оценки влияния той или иной взаимосвязи, «страх сожаления» может заставить управляющего сохранить позицию в расчете на реализацию влияния известной ему взаимосвязи в более длительном периоде, что может лишь увеличивать убытки.

Предполагается, что профессиональные управляющие за счет опыта, следования стратегиям и контролю собственного инвестиционного поведения лучше справляются с эмоциональными всплесками, ведущими к иррациональному инвестиционному поведению. Однако им также могут быть свойственны заблуждения и подверженность эвристикам. Причем в силу успешного опыта влияние ряда эвристик может быть сильнее, чем на непрофессиональных трейдеров. Поэтому нельзя исключать фактор

эмоционального принятия решений и поведенческий аспект из инвестиционного поведения профессиональных управляющих.

### **Характеристика инвесторов – хедж-фондов**

Хедж-фонды, традиционно активные на формирующихся рынках, представляют собой товарищества крупных инвесторов, не подчиняющиеся регулированию классических институциональных инвесторов. Хедж-фонды характеризуются активным управлением, высокой спекулятивной настроенностью, использованием хеджевых инструментов и леведреджа. Хедж-фонды и взаимные фонды – это главный способ участия иностранных частных инвесторов в торгах на российском фондовом рынке.

Хедж-фонды, способные аккумулировать огромные объемы средств (в 2007 году, по информации Hedge Fund Association ([www.thehfa.org](http://www.thehfa.org)), объем средств в хедж-фондах достиг 2,5 трлн. долл. США), могут занимать двоякую позицию на российском рынке. С одной стороны, учитывая инфраструктурное несовершенство, слабую ликвидность и диспропорции, хедж-фонды могут избегать краткосрочных операций, минимизируя заграничные (cross-border), операционные и рыночные риски. Тогда их стратегия будет долгосрочной и похожей на индексную или стратегию паевых (взаимных) фондов (mutual funds)<sup>9</sup>. Учитывая мягкое регулирование и запас финансовой прочности, они могут долгое время занимать позицию против тренда, стабилизируя рынок.

С другой стороны, те же самые преимущества деятельности хедж-фонд может использовать для дестабилизации ситуации на локальном рынке. В арсенал его средств может входить манипулирование рынком за счет объемов средств и леведреджа; усугубление тенденции рынка; использование инерционных стратегий и др. Управляющие могут использовать прямой или косвенный (например, ориентацию друг на друга) сговор для спекулятивной атаки конкретного фондового рынка или трансформации собственного инвестиционного поведения.

Стратегия одного и того же хедж-фонда может меняться в зависимости от изменения мировой конъюнктуры. Учитывая высокую зависимость от средств нерезидентов, частью которых являются средства хедж-фондов, российский рынок может считаться в значительной степени неустойчивым и подверженным спекулятивным атакам.

## Список литературы

1. Фондовая биржа ММВБ: Инвестиции, ликвидность, технологии // Фондовая биржа ММВБ. Брошюра. Москва, декабрь 2009.
2. Аналитический доклад ФОМ совместно с ММВБ. – 18.12.2007.
3. Россиян продолжают обманывать «строители пирамид» // РБК-Daily. – 28.10.2008.
4. Более 6% россиян являются потенциальными участниками финансовых пирамид // Исследование НАФИ. <http://nacfin.ru/novosti-i-analitika/press/press/single/9853.html>.
5. Религиозная идентичность и воцерковленность // Опрос населения ФОМ, 24.04.2008. <http://bd.fom.ru/report/map/d081623>.
6. Вложиться по шариату // Огонек № 5050. – июнь 2008.
7. Калининкова Т. Банки, связанные с Русской православной церковью (РПЦ), далеко не всегда отличаются прозрачностью, а набожные собственники зачастую ведут вполне циничный бизнес // Финанс № 01 (236). – 07 января - 13 января 2008.
8. Вайн С. Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках // Дис. канд. экон. наук: 08.00.10 М. – 2006.
9. Хмыз О. В. Особенности работы хеджевых фондов во время кризисов на формирующихся рынках // Управление риском, № 1. – 2006. – с. 47-54.