

## РАЗЛИЧИЯ В ПОВЕДЕНИИ ВНУТРЕННИХ И ИНОСТРАННЫХ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

А.Абрамов

*Проблемы иррационального поведения внутренних частных инвесторов на российском фондовом рынке вызваны низким уровнем их информированности о событиях, оказывающих существенное влияние на цены акций. Это является важным фактором снижения доверия внутренних частных инвесторов к вложениям в рискованные активы и возможностям долгосрочных сбережений.*

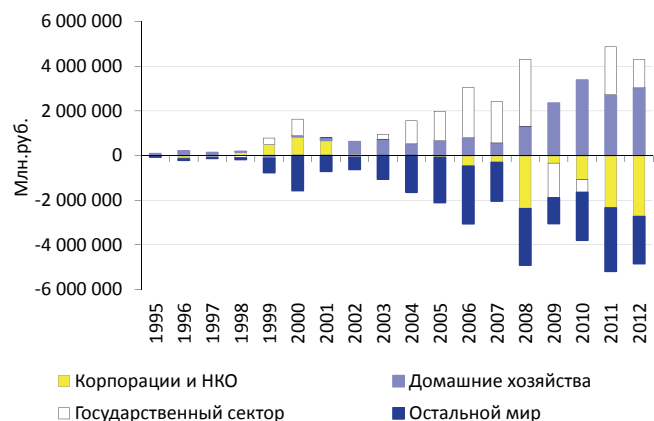
### Роль внутренних инвесторов

Как показывают данные национальной системы счетоводства (рис.1), основным генератором излишков сбережений в России, за счет которых финансируется развитие других секторов экономики, являются домашние хозяйства. Из общей суммы источников чистого кредитования в размере 4,3 трлн руб. в 2012 г., 3,0 трлн руб., или 69,8% приходилось на домашние хозяйства.

К сожалению, в России не удается наладить механизм их трансформации в долгосрочные инвестиции на фондовом рынке. Основная часть данных ресурсов принимает форму относительно краткосрочных банковских депозитов или оттока капитала в виде прироста запасов иностранной валюты у населения. Недоверие домашних хозяйств к долгосрочным вложениям в рискованные активы обусловлено множеством факторов. Один из них – недостаточная информированность о факторах, оказывающих существенное влияние на цены акций. Это отчетливо проявляется при сравнении поведения пайщиков российских паевых инвестиционных фондов (ПИФов) и иностранных частных инвесторов, вкладывающих средства в инвестиционные фонды, специализирующиеся на акциях российских компаний (далее – СИФы).

### Особенности поведения иностранных частных инвесторов

Вот уже много лет информационный ресурс Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) раскрывает еженедельную статистику денежных потоков средств иностранных частных инвесторов, вкладывающих средства в СИФы, создаваемых в зарубежных юрисдикциях. Кратко особенности поведения данной группы инвесторов можно охарактеризовать следующим образом. Оно циклично, при получении сильного сигнала в зависимости от его направленности в течение нескольких лет они вносят, или наоборот, выводят средства из СИФов; и так происходит до очередного сильного сигнала,



Источник: расчеты автора по данным Росстата.

Рис. 1. Объемы чистого кредитования (+) и чистого заимствования (-) в России в 1995–2012 гг., млн руб.

меняющего данное поведение. По нашим наблюдениям, таким сигналом является резкое изменение прогнозов с глубиной в 24 месяца темпов роста ВВП, прежде всего, США и России. Существенное понижение данных прогнозов является предвестником падения цен на экспортируемые Россией энергоресурсы и девальвации рубля.

Поведение инвесторов СИФов напоминает детскую игру под названием «музыкальный стул». Пока музыка играет, инвесторы бегают вокруг стульев, дружно принося или забирая деньги из фондов. При наступлении какого-то информационного сигнала их задача – вовремя сесть на стул, то есть изменить свое инвестиционное поведение ровно на противоположное. При этом данное поведение основано на серьезных и простых информационных сигналах. По нашим предположениям – это, прежде всего, информационный ресурс Consensus Economics, которым активно пользуются международные финансовые организации и инвестиционные структуры. Понимание того, что ключевые инвестиционные решения принимаются на основе серьезных информационных сигналов, очень важно для инвесторов, поскольку дает им ощущение, что

в любой случае именно они управляют ситуацией, а не наоборот. Поэтому даже долгие периоды выхода с российского рынка не рождают в таких инвесторах пессимизма. Для них такие инвестиции – это рискованная игра, но по понятным правилам.

После получения Россией инвестиционный рейтинг кредитоспособности от крупнейших международных рейтинговых агентств в конце 2004 г., в СИФах наблюдался непрерывный приток средств инвесторов (рис. 2). В мае 2006 г. тенденция неожиданно развернулась, вкладчики стали забирать средства из специализированных фондов, и это продолжалось почти три года, вплоть до апреля 2009 г. С этого момента поток денежных средств вкладчиков СИФов снова изменил направление, средства стали возвращаться в фонды. Новый разворот случился в мае 2011 г., наступил длительный период вывода средств из специализированных фондов, продолжающийся до настоящего времени. С мая 2006 г. по март 2009 г. из специализированных иностранных фондов было выведено 9,0 млрд долл., а с мая 2011 г. по сентябрь 2014 г. – 7,3 млрд долл.

Для подтверждения предположений о мотивах поведения частных инвесторов СИФов сошлемся на два исследования.

Объяснение факторов, предопределяющих негативные изменения в поведении глобальных порт-

фельных инвесторов на развивающихся рынках, было дано экспертами МВФ в Докладе о финансовой стабильности за сентябрь 2011 г.<sup>1</sup> Ими использовались данные EPFR за период с января 2005 г. по май 2011 г. о потоках средств специализированных инвестиционных фондов акций в мире, в Азии, Латинской Америке, Европе, Ближнем Востоке и в странах с развитой экономикой. Согласно исследованию наиболее влиятельными факторами для притока-оттока средств фондов оказались:

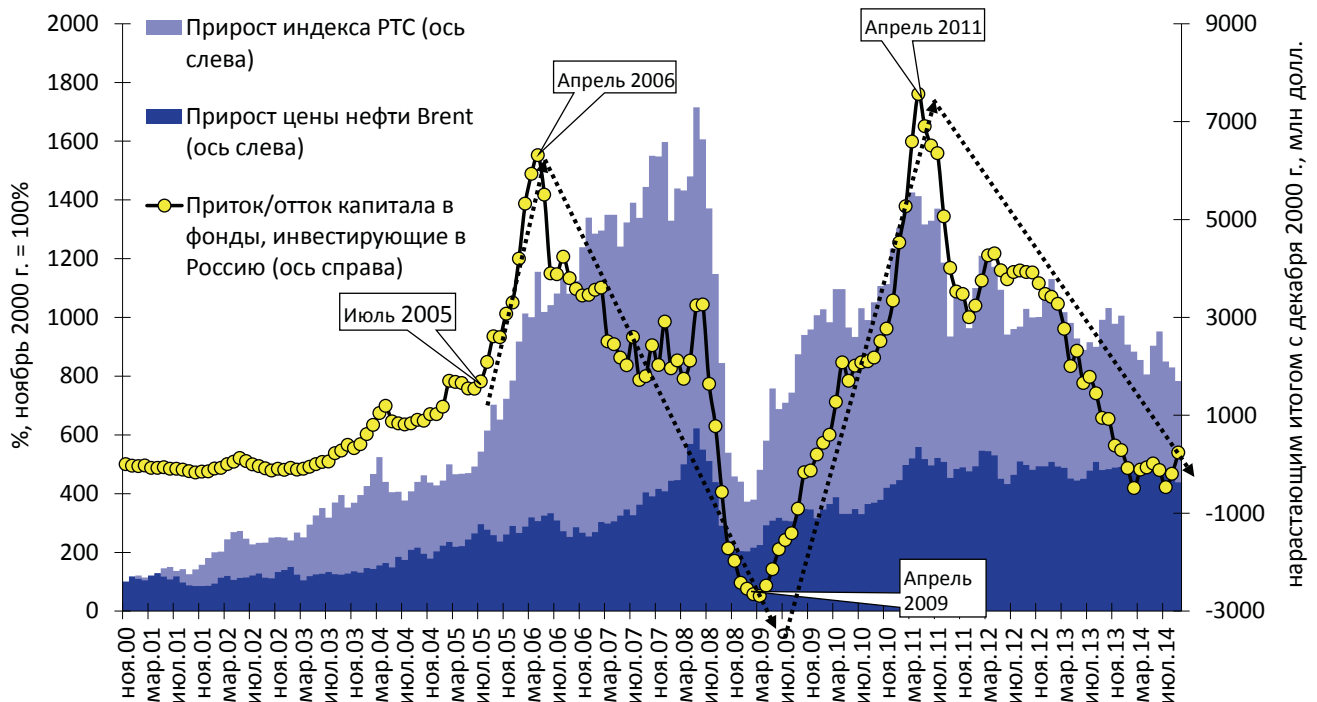
- официальные прогнозы темпов роста реального ВВП<sup>2</sup> (со знаком «+»);
- волатильность прогнозов темпов роста ВВП (со знаком «-»);
- волатильность обменных курсов валют (со знаком «-»);
- показатель волатильности рынка акций – индекс VIX (со знаком «-»).

Показатели уровня процентных ставок и строгости валютного регулирования оказались среди слабо значащих факторов.

В нашем исследовании, результаты которого были опубликованы в тексте обзора российской эконо-

1 IMF. Financial Stability Report. September 2011, с. 11-18. Публикуется на сайте www.imf.org.

2 Прогнозы роста ВВП и их волатильности рассчитывались по данным базы Consensus Economics.



Источник: рассчитано автором по данным IFS IMF, Московской биржи и ресурса EPFR.

Рис. 2. Прирост индекса РТС и цены на нефть, приток (отток) средств в фонды, инвестирующие в Россию (ноябрь 2000 г. – сентябрь 2014 г.)

мики в 2013 г. Института Гайдара, на основе анализа данных ресурса Consensus Economics, которыми частные инвесторы СИФов располагали в мае 2006 г., было показано, что спусковым крючком на начало оттока средств из СИФов, начиная с этого месяца, могла послужить, прежде всего, информация о резком снижении консенсус-прогнозов роста ВВП американской экономики на 2007 г.<sup>1</sup> Аналогичная ситуация с оттоком средств из СИФов почти полностью повторилась при изменении прогнозов в мае 2011 г.

### Особенности поведения пайщиков российских ПИФов

В прошедшие 10 лет поведение пайщиков российских открытых ПИФов акций отличалось от поведения инвесторов СИФов (рис. 3). В период бума российского рынка акций вплоть до августа 2007 г. частные инвесторы продолжали вносить новые средства в паевые фонды акций. В мае 2006 г. в отличие зарубежных частных инвесторов СИФов сигнал о замедлении глобального роста не оказал на российских инвесторов ПИФов никакого воздействия. Выводить средства из ПИФов акций российские инвесторы начали только с сентября 2007 г., когда из-за уже набравшего полную силу оттока средств из иностранных СИФов российские фондовые индексы начали снижаться даже на фоне еще продолжавшегося роста цен на нефть. Более того, позднее, в самый разгар кризиса – в сентябре–ноябре 2008 г. инвесторы российских ПИФов еще попытались поиграть в игру «покупай акции, пока они дешевы», явно еще не понимая глубины разразившегося финансового кризиса.

Естественно, что при столь иррациональном поведении пайщики российских ПИФов понесли существенные потери инвестированных средств, что подорвало их доверие к российскому рынку акций в целом. Хотя, на самом деле, проблема, скорее, состояла в отсутствии тех сервисов и услуг, которые позволяют инвесторам принимать осмысленные инвестиционные решения. При этом разрушение доверия частных инвесторов к внутреннему рынку акций на рис. 3 иллюстрирует начавшийся непрерывный вывод средств из ПИФов акций, который не останавливается и по сей день. В процессе бегства из ПИФов акций внутренние инвесторы проигнорировали сигнал о восстановлении глобальной и российской экономики в марте 2009 г.; они продолжили вывод средств из указанных паевых фондов вплоть до настоящего времени. Это говорит о том, что в результате кризиса паевые фонды акций перестали пользоваться доверием частных инвесторов, а са-

ми инвесторы утратили способности воспринимать какие-либо позитивные сигналы о восстановлении рынка акций. В отличие от пайщиков российских ПИФов инвесторы иностранных СИФов не упустили шанса заработать на восстановительном росте рынка акций российских эмитентов, активно внося денежные средства в данные фонды с марта 2009 г. по апрель 2011 г. То есть иностранные частные инвесторы вновь продемонстрировали более системный и информированный подход при коллективных инвестициях на российском фондовом рынке.

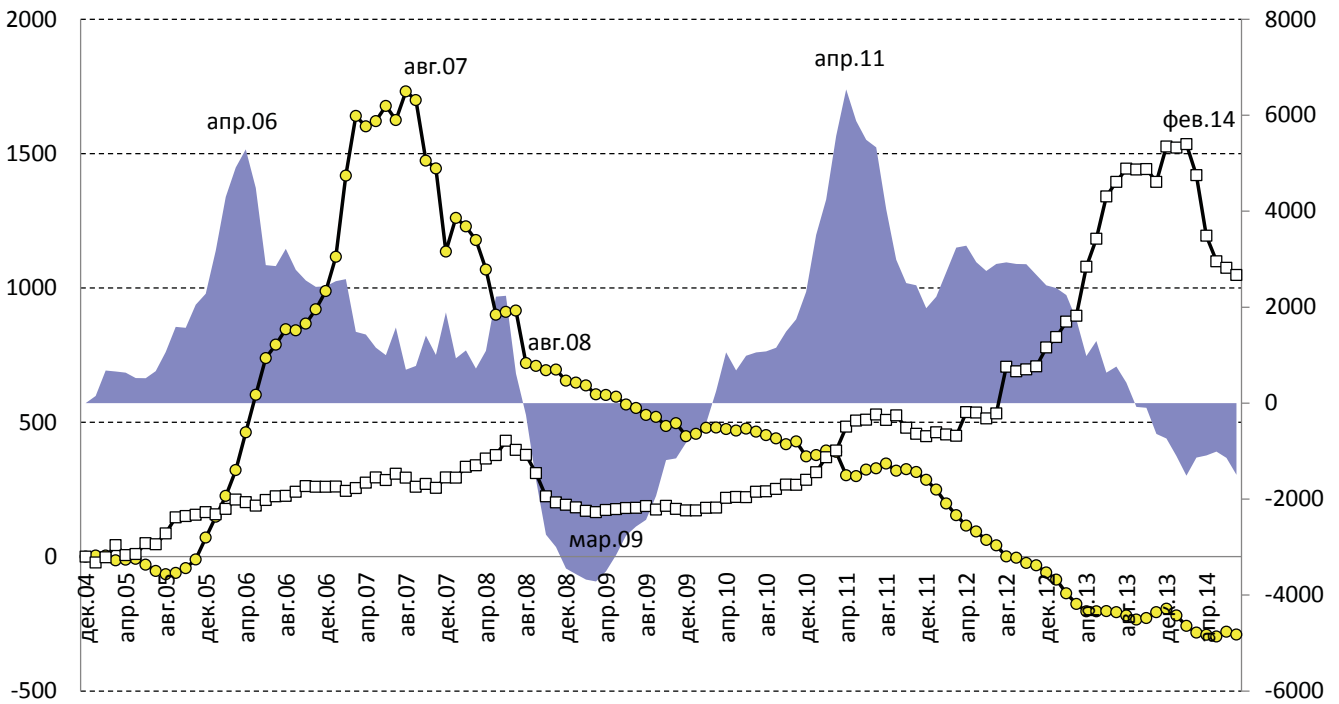
Другой особенностью поведения пайщиков российских паевых фондов в результате кризиса 2008 г. была массовая переориентация их инвестиционных стратегий от акций в пользу ПИФов облигаций. С марта 2009 г. по февраль 2014 г. наблюдался заметный приток средств в данные фонды. Кривые, показывающие кумулятивные притоки-оттоки средств в паевых фондах акций и облигаций, после кризиса пересекаются в виде креста (рис. 3). Такой «паевой крест» показывает, что значительная часть средств пайщиков, ранее вложенных в ПИФы акций, после кризиса была переложена в фонды облигаций. Переориентация пайщиков на ПИФы облигаций была прервана в марте 2014 г. в связи с падением стоимости портфелей данных фондов из-за роста ставок на внутреннем рынке из-за санкций в связи с украинскими событиями и повышением Банком России размера ключевой ставки.

Об иррациональности поведения частных инвесторов российских ПИФов акций свидетельствуют также исследования так называемой кривой продаж паев данных фондов. Согласно модели Берка и Грина<sup>2</sup> баланс продаж взаимных фондов является функцией от избыточной доходности фондов за предшествующий период (далее – *кривая продаж*). Данная кривая в зоне убытков имеет выпуклую форму (рис. 4). Выпуклость функции продаж отражает иррационализм в поведении инвесторов взаимных фондов, заключающийся в том, что при росте убытков фондов вывод средств из них осуществляется не так быстро, как можно было бы ожидать при рациональном поведении инвесторов<sup>3</sup>. При этом потоки в более молодых фондах гораздо бо-

2 Berk, J. and Green, R. (2004) Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 112 №6, 1269–1295.

3 Данный феномен с выпуклостью кривой зависимости баланса продаж от доходности взаимных фондов несколько похож на аномалии в поведении также в зоне убытков кривой функции полезности, связывающей доходность инвестиций с их полезностью для рационального инвестора, вызванной когнитивной предрасположенностью в поведении людей, а именно, страхом перед убытками. Указанная аномалия в поведении рациональных инвесторов была открыта Канеманом и Тверски.

1 Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 35) – М.: Институт Гайдара, 2014, сс.123-128.

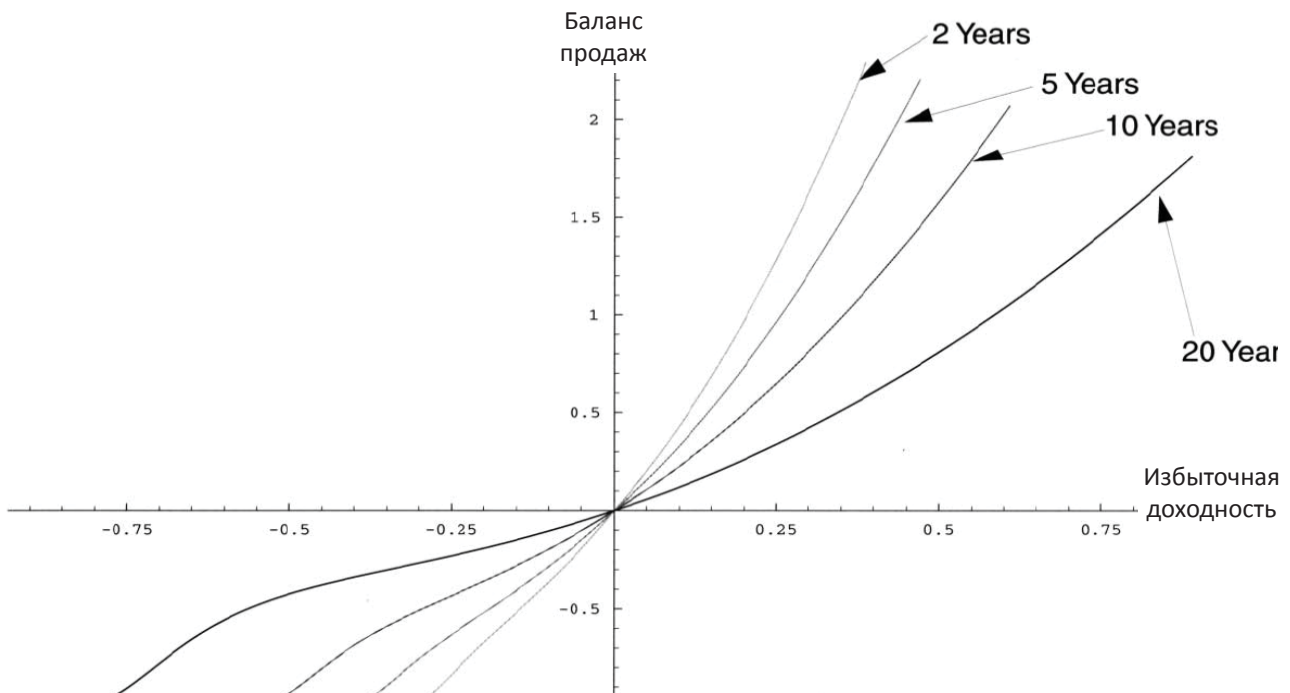


■ Приток/отток капитала в фонды, инвестирующие в Россию (ось справа) ● ОиИПИФ акций □ ОиИПИФ облигаций

\*на графике ежемесячные притоки (+) / оттоки (-) средств пайщиков из паевых фондов и иностранных фондов рассчитаны нарастающим итогом; при этом исходное значение для рядов по состоянию на декабрь 2004 г. принято равным нулю.

Источник: www.investfunds.ru в части данных о балансе продаж российских паевых фондов, EPFR в части информации о притоке-оттоке средств пайщиков иностранных фондов, специализирующихся на вложениях в акции российских эмитентов.

Рис. 3. Сравнительный анализ поведения пайщиков ОиИ ПИФов и иностранных портфельных инвесторов фондов, специализирующихся на акциях российских АО, за период с декабря 2004 г. по сентябрь 2014 г. (млн долл. накопленным итогом : декабрь 2004 г. = 0 долл.)

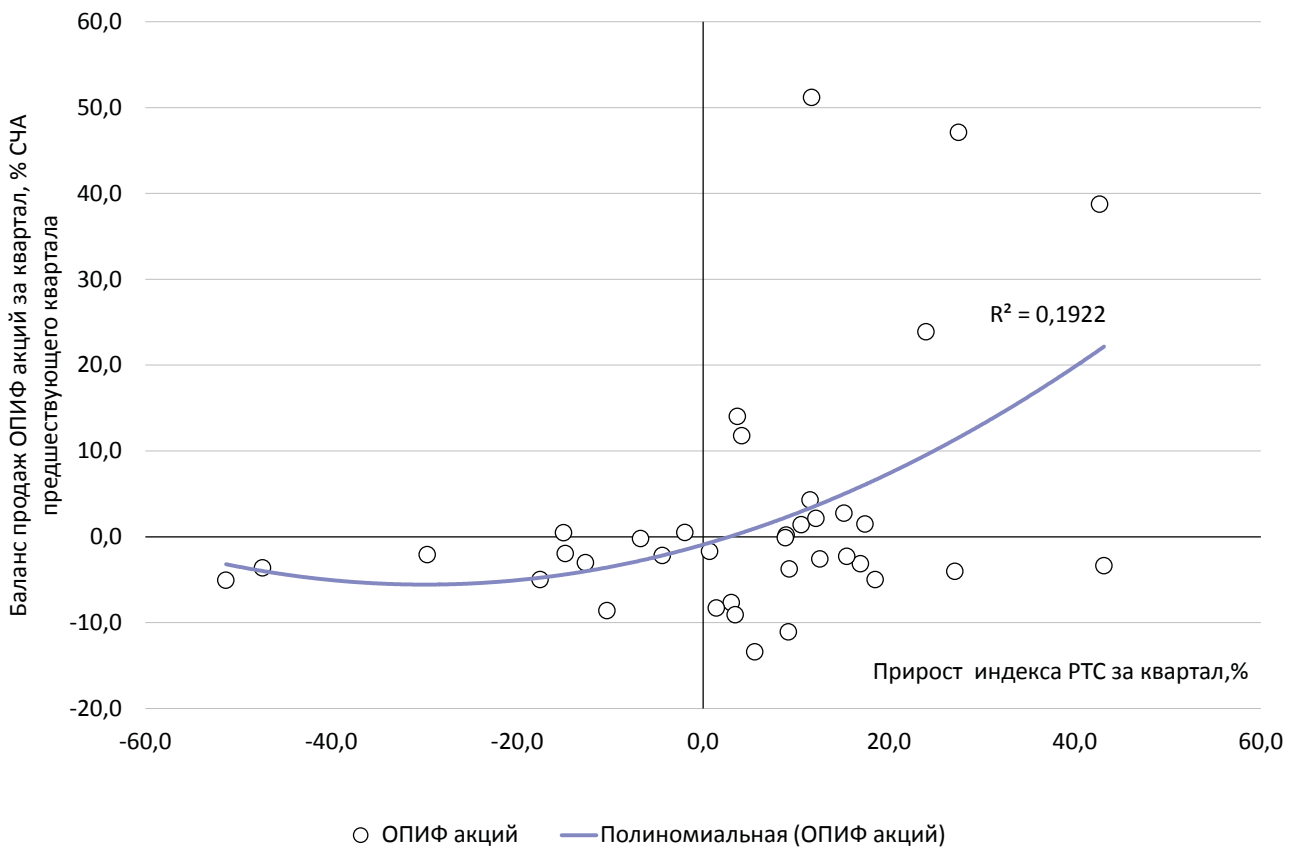


\* Разные кривые на графике составлены для фондов с разными сроками жизни.

Источник: Berk, J. and Green, R. (2004) Mutual fund flows and performance in rational markets, Journal of Political Economy 112 №6, 1269–1295.

Рис. 4. Иллюстрация выпуклого характера функции зависимости баланса продаж текущего периода (ось Y) от избыточной доходности<sup>1</sup> взаимных фондов за предшествующий период времени (ось X)

1 Точнее избыточной доходности по сравнению с 4-х факторной моделью Кархарта.



Источник: собственные расчеты авторов по данным о продажах паев ПИФов из [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) и СЧА ПИФов акций из ресурса [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru).

Рис. 5. Зависимость квартального баланса продаж паев российских ОПИФов акций от доходности данных фондов за предшествующий квартал по данным за период с 2005 г. по второй квартал 2014 г.

лее чувствительны к изменениям доходности, чем в более старых фондах.

По мнению ряда исследователей<sup>1</sup> выпуклость кривой продаж в зоне убытков объясняется большей терпимостью инвесторов к убыткам взаимных фондов из-за того, что такие фонды вовремя заявляют о смене портфельных управляющих и инвестиционных стратегий, которые привели к убыткам. Гоецман и Пелес<sup>2</sup> объясняли этот эффект тем что инвесторы слабых фондов впадают в состояние когнитивного диссонанса и несколько переоценивают (приукрашивают) результаты их деятельности, оставаясь более терпимыми при решениях о выводе средств из таких фондов. При объяснении

феномена выпуклости Хуанг и др.<sup>3</sup> попытались предложить комплексную модель факторов, ее вызывающих, путем анализа издержек инвесторов по получению информации о взаимных фондах и их транзакционных издержках.

Попытаемся оценить, насколько данная закономерность проявляется на средних значениях квартальных СЧА (СЧА – стоимость чистых активов) и баланса продаж для всех открытых паевых фондов акций в России (рис. 5) за период с начала 2005 г. по второй квартал 2014 г. На полученном графике не удалось выявить наличия классической формы кривой продаж, однако действие ключевой предрасположенности в поведении инвесторов взаимных фондов в России все же подтверждается. График полиномиальной функции с коэффициентом детерминации 0,192 показывает, что в период роста индекса РТС приток денежных средств в ПИФы осуществлялся темпами выше, чем рост доходности акций, а по мере наращивания убытков фондами акций неожиданно замедлялся. Это свидетельствует об иррациональности поведения пайщиков.

1 См. Ippolito R. 1992. Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Law & Finance* 35, 45–70; Chevalier J., Ellison G. 1997. Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167–1200; Sirri E.R., Tufano P. 1998. Costly search and mutual funds flows. *Journal of Finance*. 53, 1589–1622; Lynch A., Musto D. How Investors Interpret Past Fund Returns. *The Journal of Finance*. Vol. LVIII, №. 5, October 2003; Berk, J. and Green, R. 2004. Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 112 №6, 1269–1295.

2 Goetzmann W., Peles N. Cognitive dissonance and mutual fund investors. *The Journal of Finance Research*. Vol. XX, №2, 145-158, Summer 1997.

3 Huang J., Wei K., Yan H. Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance. *The Journal of Finance*. Vol. LXII, № 3, June 2007.

При росте доходности на рынке акций они проявляют избыточный оптимизм в части новых вложений в фонды, а при нарастании убытков выводят средства слишком медленно, проявляя страх перед убытками. Это соответствует постулатам теории поведенческих финансов, сформулированным Каннеманом и Тверски.

\* \* \*

Инвестиции в акции российских компаний всегда оставались рискованным мероприятием. Проблемы стагнации экономического роста и санкций добавляют дополнительные трудности для инвесторов. Восстановление инвестиционного роста и доверия к этому рынку со стороны частных инвесторов требует целенаправленных действий по формированию культуры внутренних сбережений,

основанной на объективном и всестороннем информировании частных лиц о возможностях и рисках инвестиционных активов. Пример зарубежных вкладчиков, инвестирующих в иностранные СИФы, показывает преимущества вложений на системной основе, исходя из сигналов и прогнозов стабильно работающих и прошедших проверку временем информационных источников. Российские же частные инвесторы, предоставленные самим себе в агрессивной среде информационной асимметрии и принимающие решения сердцем, а не головой, подвергаются наиболее серьезным рискам на рынке акций национальных эмитентов. Это во многом является источником растущего нигилизма граждан к вложениям в рискованные активы, без преодоления которого вряд ли можно мечтать о возобновлении инвестиционного роста. ●