

В. В. Платонов

профессор Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов

О. В. Марковский

слушатель Европейского университета в Санкт-Петербурге

РАЦИОНАЛЬНЫ ЛИ ВКЛАДЧИКИ НА РЫНКЕ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ?

Эмпирическое исследование поведенческих особенностей российских частных инвесторов

Один из наиболее интригующих и важных вопросов в области инвестирования и с практической и с исследовательской точек зрения — следующий: чем руководствуются инвесторы, вкладывая свои деньги в финансовые инструменты? Ответ на этот вопрос позволяет, как лучше понять механизмы функционирования рынка, так и трезво взглянуть на возможности инвестиционных стратегий. На первый взгляд кажется, что можно попытаться решить сверхзадачу: если известно, чем руководствуются остальные участники, появляется возможность переиграть их с использованием особой стратегии, стабильно достигая конкурентного преимущества. Однако тем, кто вкратце знаком с парадигмой эффективных рынков, известно, что ответ на этот вопрос в целом уже дан достаточно давно, а сверхзадача не решается. Другими словами, ответ вроде бы оказался не утешительным для тех, кто ищет стабильного преимущества, позволяющего систематически переигрывать рынок при инвестировании: подобной стратегии в принципе не существует.

Рынок действует рационально. *Эффективность* финансового рынка означает, что коллективный разум всех его участников *рационально* учитывает всю существующую информацию, касающуюся всех объектов инвестирования. Отдельные нерациональные действия некоторых участников моментально компенсируются действиями профессионалов, которые оперативно *ловят* возможности для получения прибыли. Многочисленное тестирование данной гипотезы подтверждало ее, хотя вместо универсальной эффективности появились разные формы эффективности, учитывая факты, которые противоречили жесткой парадигме. Стали говорить о возникающей неэффективности в краткосрочном плане, а также о ситуациях на отдельных сегментах финансового рынка, которые похожи на исключения из правил. Так, можно усомниться в рациональности ожиданий мелких банковских вкладчиков. Существует еще одна важная область, где следует предположить масштабное проявление поведенческого аспекта — рынок паевых инвестиционных фондов, далее — ПИФов, который в развитой постиндустриальной экономике превратился в один из ведущих сегментов финансового рынка.

Мы не ставили задачей рассмотреть все подобные исключения. Также мы не хотели бы здесь акцентировать внимание на несовершенствах переходной экономики, приводящих к ситуации неэффективности рынков. Имеются много-

численные исследования в данной области, но главное эти несовершенства носят преходящий характер, и их значение падает по мере развития российских финансовых рынков. Представляется более интересным анализ сегментов финансового рынка, для которых можно предположить, что нерациональность ожидания инвесторов проявляется не как следствие незрелости рыночных отношений, а как феномен, обусловленный поведенческими особенностями данного рынка. Таким сегментом является рынок ПИФов.

Функциональная роль ПИФов заключается в привлечении средств мелких инвесторов, а, следовательно, значение поведенческого аспекта для них намного важнее, и это является той интригующей в научном плане и многообещающей в плане выработки новых подходов к финансовой политике ситуацией, на которую мы указали вначале статьи. Хотя российскому рынку ПИФов еще далеко до показателей ведущих зарубежных стран, он уже достиг того уровня зрелости, когда к его исследованию следует подходить максимально серьезно, используя методологию эконометрического анализа, позволяющую приблизиться к пониманию реальных механизмов, учитывающих психологические аспекты, лежащие в основе поведения инвесторов на рынке ПИФов.

Взаимные инвестиционные фонды в современной экономике

За последние 30 лет объем рынка взаимных фондов — аналогов российских ПИФов, в США увеличился более чем в 150 раз, превысив к началу 1990-х размер рынка банковских вкладов и достигнув к 2003 г. отметки 7,5 трлн долл. В Евросоюзе темпы роста этого рынка за последние пять лет были даже выше, чем в США. Если в 1998 г. объем этого рынка составлял около 50% от американского показателя, то к 2003 г. он увеличился почти до двух третей (4,6 трлн долл.). В том же году объем средств в доверительном управлении в России возрос почти в шесть раз. Российский рынок коллективного инвестирования демонстрирует впечатляющие темпы развития уже в течение более чем трех лет (рис. 1).

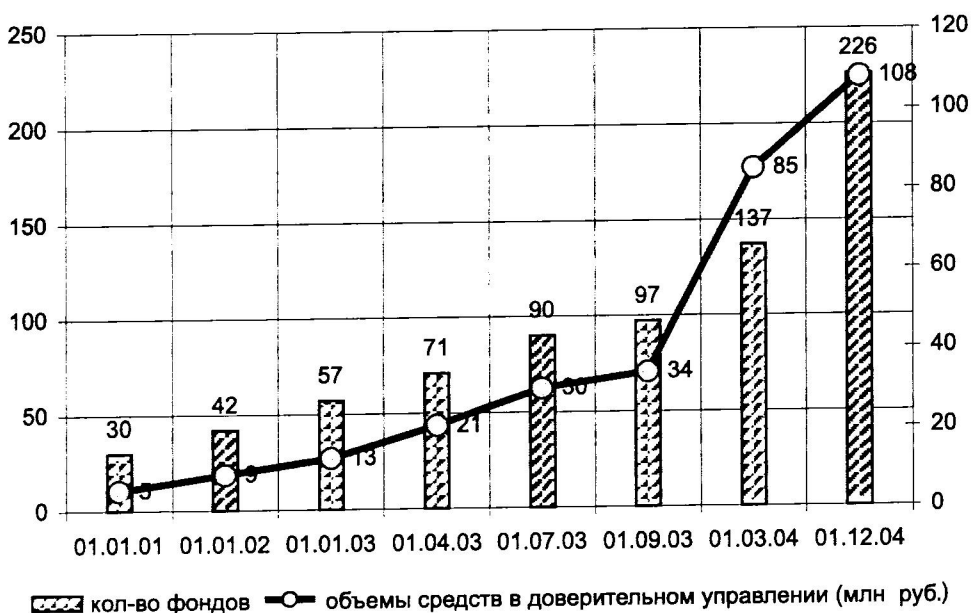


Рис. 1. Основные индикаторы развития российского рынка ПИФов

Источники: Специальное обозрение, посвященное управляющим компаниям (УК) в России журнала «Эксперт» (2003. № 39), а также данные с сайта Национальной Лиги Управляющих (НЛУ)//www.nlu.ru

Особенно позитивная динамика рынка ПИФов стала заметна в 2003 г., когда количество фондов возросло более чем в два с половиной раза, а объем средств в доверительном управлении увеличился, как отмечалось выше, почти в шесть раз (для сравнения депозиты населения в российских банках за 2003 г. увеличились на 47%). Следующий 2004 г. показал более скромные темпы развития, но продолжил уверенную позитивную тенденцию — абсолютные показатели роста за последний год увеличились, и объем всего рынка ПИФов к концу 2004 г. превысил 100 млрд руб., а количество фондов перевалило за вторую сотню. В номинальном выражении суммарные собственные чистые активы фондов за последние четыре года увеличились более чем в 20 раз.

Подобный бурный рост представляется вполне закономерным следствием развития рыночной экономики. Более того, можно с определенной долей уверенности утверждать: то, насколько данный рынок сохранит высокие темпы роста, будет во многом определять способность российской экономики мобилизовать частные накопления и ее перспективы достигнуть уровня инвестиционной активности передовых стран. Частные инвесторы, т. е. физические лица, могут в будущем стать главными участниками фондового рынка России, и именно открытые паевые фонды предоставляют им такую возможность, предлагая наиболее удобные и разнообразные инструменты инвестирования.

Несмотря на бурный рост, российскому рынку ПИФов как по абсолютным объемам, так и по относительному весу в экономике, пока еще далеко до показателей ведущих зарубежных стран (см. табл. 1). Ведь 100 млрд руб. — это лишь немногим больше 3,5 млрд долл., а отношение объема российского рынка ПИФов к ВВП страны составляет около 1 %, что на порядок меньше отношения банковских вкладов к ВВП.

Такая уверенность возникает при рассмотрении динамики взаимных фондов в развитых странах, в особенности на крупнейшем финансовом рынке мира — американском (см. табл. 1). Значение данных финансовых институтов, позволяющих трансформировать частные накопления в ресурсы для инвестирования на рынке капиталов, резко возросло с переходом к постиндустриальному обществу. Без роста рынка взаимных фондов, представлялось бы сомнительным обеспечение инвестиционными ресурсами процессов, преобразовавших в последние 20 лет экономику передовых стран. Ведь именно этот сегмент позволяет наиболее эффективно мобилизовать для корпоративного финансирования частные накопления растущего количественно, в условиях постиндустриального общества, среднего класса. Другими словами, замкнуть инвестиционный цикл, в котором качественно возрастает значение человеческого капитала (в финансовом плане отражающегося в росте нематериальных активов в статьях баланса компаний и частных накоплениях отдельных людей, его непосредственных владельцев).

Этот рынок впервые возник в США еще в 1924 г., когда появился первый взаимный фонд, быстро собравший вполне солидную по тем временам сумму — более 300 тыс. долл., но затем развитие шло очень медленно. Так, к 1951 г. общая сумма активов всех 100 фондов составляла чуть более 2,5 млрд долл. Затем, до появления первого индексного фонда в 1976 г., рынок продолжал расти, но не очень быстрыми темпами: к этому времени общий объем средств во всех 477 фондах составлял около 50 млрд долл. Перелом произошел в 1980-е гг. К их концу объем рынка стремительно возрос до 1 трлн долл., а общее количество фондов приблизилось к 3000 (в конце 70-х насчитывалось всего 526 фондов, а объем активов был почти в 10 раз меньше). Затем на протяжении 1990-х гг. темпы развития рынка взаимных фондов продолжали оставаться весьма впечатляющими — удвоение шло каждые 3 — 4 года: уже в 1993 г. общий объем совокупных чистых активов (СЧА) удвоился, составив более 2 трлн долл., а количество фондов превысило 4500. К концу 1997 г. опять произошло увеличение активов на 100%, а фондов насчитывалось уже 7000. А уже к началу 2004 г. взаимные

фонды США аккумулировали более 7,5 трлн долл., а их количество достигло 8126. В Европе и Азии в этот период развитие шло еще более быстрыми темпами. Как указывалось выше, за прошлый год активы российских ПИФов резко возросли примерно до 3,6 млрд долл., но до показателей развитых стран еще очень далеко, о чем также свидетельствует табл. 1.

Таблица 1

Чистые активы взаимных фондов (в млн долл.)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Весь мир	9 343 272	11 391 138	11 871 061	11 654 904	11 324 131	13 957 564
Америка	5 867 187	7 2644 71	7 424 146	7 433 144	6 776 291	7 969 224
в том числе						
США	5 525 209	6 846 339	6 964 667	6 974 951	6 390 360	7 414 084
Канада	213 451	269 825	279 511	267 863	248 979	338 369
Бразилия	118 687	117 758	148 538	148 189	96 729	171 596
Европа	2 743 228	3 203 401	3 296 015	3 167 963	3 463 000	4 592 582
в том числе						
Франция	626 154	656 132	721 973	713 378	845 147	1 148 446
Люксембург	508 441	661 084	747 117	758 720	803 869	1 104 112
Италия	439 701	475 661	424 014	359 879	378 259	478 734
Великобритания	277 551	375 199	361 008	316 702	288 887	396 523
Ирландия	50 337	95 174	137 024	191 840	250 116	360 425
Германия	190 520	237 312	238 029	213 662	209 168	276 319
Испания	238 917	207 603	172 438	159 899	179 133	255 344
в том числе страны с переходной экономикой						
Польша	506	762	1 546	2 970	5 468	8 576
Чехия	556	1 473	1 990	1 778	3 297	4 083
Венгрия	1 476	1 725	1 953	2 260	3 992	3 936
Россия	29	177	177	297	372	851
Азия и Океания	720 697	905 031	1 133 979	1 039 236	1 063 857	1 361 298
в том числе						
Австралия	44 124'	н.д.	341 955	334 016	356 304	518 411
Япония	376 533	502 752	431 996	343 907	303 191	349 148
Гонконг	98 767	182 265	195 924	170 073	164 322	255 811

Источник: на основе данных Investment Company Institute// www.ici.org.

По итогам 2004 г. публикуется большое количество статей, так или иначе описывающих результаты работы рынка ПИФов в России (Заславская, 2005; Клепиков, 2005; Мязина, 2005 и др.). Большинство авторов сходится на том мнении, что при наличии очевидных положительных моментов, на рынке коллективных частных инвестиций не произошло каких-то качественных изменений. Главным образом это отражается в сохраняющейся низкой степени доверия населения к внутреннему фондовому рынку. Что неизбежно негативно сказывается на развитии именно того сектора рынка ПИФов, который преимущественно ориентирован на частных инвесторов, имеющих не очень большие накопления. Этим сектором являются открытые паевые фонды, так как именно они представляют в наибольшей степени удобный и эффективный инструмент инвестирования для физических лиц.

Поведенческие аспекты действий инвесторов

Существует целый ряд подробных исследований, посвященных рынку взаимных фондов (Elton, 1997; Malkiel, 1995) и др. В большинстве из них анализируются качественные показатели самих управляющих компаний. То есть предметом исследования ученых являются не инвесторы, доверяющие свои сбереже-

ния в управление инвестиционными компаниями, а сами эти компании. Насколько успешно действуют специалисты, и как их будущие успехи можно предсказать на основе прошлых результатов? — вот одна из главных тем исследований американских экономистов. Но есть и другой подход, когда предметом анализа становятся сами инвесторы. Именно их поведение является тогда центром исследования. Здесь уже большую роль играет психология. Если отойти от простого описания количественных и качественных изменений, предполагая очевидность первых и вероятное наступление последних в будущем, и обратиться к анализу действий частных инвесторов (пайщиков), то сразу возникает вопрос: «Какие факторы влияют на приток денег в открытые ПИФы, и их отток обратно инвесторам?». Этот вопрос тесно связан с проблемой рациональности/нерациональности поведения агентов, которая является одной из центральных для всей экономической теории и решению которой посвящено множество научных статей и книг. Основой традиционной финансовой парадигмы является рациональность экономических агентов, имеющая две главные составляющие. Во-первых, агенты имеют «правильные» представления о действительности, т. е. свои прогнозы они строят на основании веры в законы распределения тех или иных реально существующих объектов. Во-вторых, выбор агентов осуществляется в соответствии с нормативной теорией субъективной ожидаемой полезности Л. Севиджа (Savage, 1954).

Но имеется достаточно большое количество фактов из реальной действительности, противоречащих или не укладывающихся в рамки данной концепции. Они наводят на мысль, что инвесторы действуют, если не иррационально, то их *рациональность ограничена*. Поэтому современная экономическая наука стала привносить психологические основания в свои модели, тем самым стараясь точнее описать происходящие процессы, связанные с принятием решений экономическими агентами в условиях неопределенности.

Многие классики, стоявшие у истоков зарождения экономической науки, были во многом психологами своего времени. Так, Адам Смит приводил весьма пространственные рассуждения о принципах поведения людей, уделяя большое внимание именно психологическому аспекту. На рубеже XX столетия произошедшая неоклассическая революция, несмотря на свою основополагающую веру в человека как *Homo Economicus*, старалась полностью исключить психологический аспект из своих теорий, стремясь стать в наибольшей степени похожей на естествознание. Но во второй половине прошлого века наметилась обратная тенденция. И главной причиной этого стало как возникновение большого числа фактов, противоречащих общепринятым классическим экономическим теориям, так и само развитие экономической теории. Именно с 1950-х гг. появляется целый поток работ, критикующих классические подходы в экономике, а уже в начале 1960-х гг. в анализе экономического поведения начинает играть большую роль когнитивная психология. Два известных психолога Канеман и Тверски (Kahneman, Tversky, 1979) публикуют свою работу, посвященную «Теории проспектов», в которой констатируют значительные отклонения от теории ожидаемой полезности и предлагают этому объяснения, имеющие психофизические основания. Данная статья, вышедшая в 1979 г. в журнале «Econometrica», становится одной из самых цитируемых из когда-либо напечатанных в этом издании. Фактически это и стало началом зарождения новой науки «Behavioural Economics». Уже в 1986 г. в Чикагском университете США прошла конференция, на которой было представлено огромное количество работ похожего характера. А в 1997 г. известное издание «Quarterly Journal of Economics» посвятило специальный выпуск данному молодому направлению экономики. Результатом этого процесса стало возникновение «поведенческой экономики» (Behavioural Economics) и уже в ее рамках «поведенческих финансов» (Behavioural Finance).

Ограниченная рациональность инвесторов, которая относится как к ограничениям процесса мышления, так к особенностям психики, влиянию эмоцио-

нальной составляющей, обуславливают ошибки при оценке соотношения «риск — доходность». Инвестор выбирает объекты, риск вложения в которые не соответствует их доходности, когда рационально следует сделать вывод, что «игра не стоит свеч». Далее индивидуальные предрассудки усугубляются, переходя в коллективные. Они как бы заражают других индивидуумов. Это свойство *заразности* (англ. — contagion) стало важной концепцией поведенческих финансов. В итоге искажаются цены на финансовые активы и нарушаются направления движения инвестиционных потоков.

Важнейшие психологические черты поведения инвесторов на рынке взаимных фондов

В рамках теории «поведенческих финансов» существует целый ряд предположений по поводу характерных черт поведения инвесторов, проверка справедливости ряда которых весьма актуальна для рынка паевых инвестиционных фондов. Так, группа американских исследователей (Zeckhauser, Patel, Hendricks, 1991) постулировала следующие поведенческие особенности: *оберегать найденное; полагаться на чужое мнение; поддерживать статус-кво; упрощать действительность и поддаваться иллюзиям.*

Интуитивно данные предпосылки достаточно очевидны для любого, кто, хотя бы немного, знаком с поведением мелких вкладчиков на финансовом рынке. *Оберегать найденное* означает, что именно те шаги, которые приводили к успеху в прошлом, являются наиболее привлекательными для инвесторов в настоящем. Например, если наибольшую доходность в прошлом году показал фонд А, то в настоящем году этот фонд будет, скорее всего, самым привлекательным для инвесторов (следует отметить, что горизонт этого эффекта может быть отличным от годового). Инвесторы в большой степени склонны *полагаться на чужое мнение, в первую очередь*, мнение экспертов. Многие считают, что именно указанный эффект способствовал бурному росту популярности взаимных фондов в США и других развитых странах. Инвесторы обычно стремятся *поддерживать статус-кво*, т. е. придерживаются выбранной однажды стратегии и боятся перемен. Иными словами, здесь мы сталкиваемся с некой разновидностью консерватизма, когда любые изменения в инвестиционной стратегии оказываются нежелательными. И наконец, в качестве последней составляющей основного поведенческого постулата для рынка ПИФов логично было бы выделить также вполне очевидное предположение о том, что частные инвесторы имеют тенденцию *упрощать действительность и поддаваться иллюзиям.* Или, если изложить это несколько более подробно: принимать непрофессиональные решения, основанные на упрощении действительности, применении неправильных аналитических подходов и иллюзиях. На самом деле данное предположение имеет достаточно сложную логическую структуру и включает в себя целый ряд утверждений, суть которых вкратце можно свести к тому, что частные инвесторы склонны к принятию решений на основе ложных посылок и часто основываются на слишком простых суждениях.

Все эти особенности поведения частных инвесторов противоречат в той или иной степени «классическому» пониманию рациональности и заставляют по-новому взглянуть на реальные механизмы функционирования рынка. Выявление любого из них позволяет ставить под сомнение наличие эффективных рынков, так как данная парадигма во многом опирается на рациональность агентов. Это дает поводы для проверки вышеперечисленных предположений о характерных чертах поведения инвесторов всеми доступными методами. В данной работе справедливость вышеописанных предположений мы проверяем через тестирование соответствующих им трех поведенческих гипотез: «инерционности инвестиций»; «эффекта масштаба»; «ставки на победителя». Они подробно рассмотрены в следующем разделе.

Чем же руководствуются российские инвесторы?

Так чем же руководствуются российские частные инвесторы, неся свои сбережения в те или иные паевые инвестиционные фонды? Какие факторы оказывают на них существенное воздействие? Итак, очевидным предполагается тот факт, что «нормальный» (рациональный) инвестор склонен вкладывать свои деньги в тот или иной инструмент, ориентируясь на возможные доходность и риск, которые он определяет для себя каким-то доступным ему способом. Уже то, как будет реализована последняя задача, связано с проявлениями индивидуальности и поведением конкретного индивидуума. Например, он может проконсультироваться с работниками самих управляющих компаний, или сделать свой собственный анализ, так как он знает и умеет, основываясь на результатах работы фонда за предыдущий период (год, квартал, месяц). Также существенное влияние на принятие окончательного решения может оказывать реклама (Barber, Odean, 2003). Чем инвестиционная компания известней, больше рекламируется, тем она доступней — затраты инвестора на поиск нужного ему фонда уменьшаются. Кроме того, существуют различного рода рейтинги, по которым также можно делать выводы об успешности работы управляющих. Не менее важными являются и макроэкономические показатели, такие как инфляция, колебания курса рубля, экономический рост, ситуация на фондовом рынке. Все это создает общую картину, дополняя доступную информацию о самих фондах, и позволяет инвестору точнее спрогнозировать будущую доходность с учетом тех или иных возможных рисков.

Но так ведет себя только «совершенный рациональный» инвестор, способный к систематическому анализу, общепринятому в экономической и финансовой теории. Другое дело то, как на деле реализуются указанные возможности реальными индивидуумами. Наряду с описанными выше инвесторами существует еще большое количество людей, даже не задумывающихся обо всем том многообразии различных факторов, имеющих важно значение, при принятии решения о вложении средств в ПИФы. И, следовательно, очень часто поведение инвесторов выходит за рамки «совершенной рациональности». Все эти особенности мы и попытались проанализировать в нашем исследовании.

Было проверено три гипотезы:

1. **«Инерционность инвестиций».** *Значительную роль в формировании потоков инвестиций в текущий момент времени играет то, сколько денег пришло (ушло) в прошлый период. То есть настоящие инвестиции порождают будущие инвестиции.* Здесь имеется в виду некая разновидность консерватизма, когда любые изменения в инвестиционной стратегии оказываются нежелательными.

2. **«Эффект масштаба».** *Инвесторов привлекает размер фонда, и они с большей вероятностью принесут деньги в тот фонд, который уже аккумулировал большее количество средств.*

3. **«Ставка на победителя».** *Данная особенность инвестиционной стратегии заключается в том, что именно те шаги, которые приводили к успеху в прошлом, являются наиболее привлекательными для инвесторов в настоящем.* Например, если наибольшую доходность в прошлом квартале показал фонд А, то в настоящем году этот фонд будет скорей всего самым привлекательным для инвесторов.

Верность этих трех основных гипотез, свидетелем которых являются отклонения от совершенной рациональности в поведении инвесторов на российском рынке ПИФов, мы проверяли с помощью эконометрических моделей. Для этого были оценены панельные регрессии следующего вида:

$$Flow_{it} = \alpha + \{\beta_1 \cdot Flow_{i,t-1}\} + \beta_2 \cdot Size_{i,t} + \beta_3 \cdot Return_{i,t-1} + \varepsilon_{it},$$

где $Flow_{i,t}$ — приток денег в фонд i в квартал t (в рублях с учетом инфляции);
 $Size_{i,t}$ — размер фонда i на начало квартала t (в рублях с учетом инфляции);

$Return_{i,t}$ – доходность фонда i за квартал t без учета каких-либо % платежей УК и посредникам (доля от вложенных средств).

При этом каждый коэффициент β_j интерпретируется в соответствии с гипотезой j .

В результате оценивания регрессии, включающей две объясняющие переменные в правой части — размер и доходность, получились следующие оценки:

$\beta_2 = 0,871$; $\beta_3 = 30700000$, при этом оба коэффициента индивидуально значимы на 10%-ном уровне значимости. Таким образом, мы с некоторой долей условности можем сказать следующее.

Во-первых, увеличение фонда в начале квартала на 1% пункт приводит к соответствующему увеличению притока инвестиций на 0,87 % пункта. Во-вторых, увеличение доходности фонда в предыдущий квартал на 1% пункт, приводит к увеличению притока средств в фонд почти на 31 млн руб. Тем самым можно высказать предположение, что сформулированная выше поведенческая гипотеза справедлива. Но для того чтобы с уверенностью интерпретировать оценку полученных коэффициентов в соответствии с проверяемыми гипотезами 2 и 3, требуются дальнейшие исследования, так как в модели имеет место мультиколлинеарность регрессоров.

При рассмотрении такого эффекта, как «инерционность» потока инвестиций в российские открытые ПИФы, указанных выше проблем с мультиколлинеарностью не возникает, так как в правой части стоит только одна объясняющая переменная. В результате эконометрического анализа мы пришли к выводу, что в среднем не более 40% средств, инвестируемых в фонд в текущем квартале, можно объяснить притоком денег в предыдущий период (квартал). То есть, рассмотрев динамику потока средств в открытые ПИФы, мы для разных временных периодов и подвыборок фондов установили следующую зависимость:

$$Flow_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot Flow_{i,t-1},$$

где $\beta_1 < 0,4$ и статистически значим.

Это говорит о том, что для российских пайщиков не характерна такая особенность, как «консерватизм», т. е. поток денег в открытые паевые фонды не подчиняется правилу «Если в фонд в текущем квартале пришла сумма A , то в следующем квартале это вызовет почти такой же по объему приток средств». При этом для рынка взаимных фондов США коэффициент «инерции» (β_1) для годового периода существенно выше и равен 0,75.

Различие российского и американского рынков коллективного инвестирования можно объяснить таким фактором, как более длительная история существования американских взаимных фондов. Подобное обстоятельство приводит к тому, что над инвесторами довлеет прошлый опыт. Российские ПИФы еще только пробивают себе дорогу, пытаясь заслужить доверие частных инвесторов и привлечь их средства. Не так далеки еще воспоминания о дефолте 1998 г. и последовавшем за ним обвале фондового рынка, а значит, и инвесторы ведут себя очень осторожно, зачастую предпочитая покупке паев более надежные инструменты инвестирования. Следовательно, такие показатели, как риск и доходность, играют для них очень существенную роль, не позволяя формировать «инерционные» стратегии, даже на таком относительно коротком горизонте планирования как квартал. Так или иначе, но российские инвесторы выглядят в этом аспекте более рациональными, чем их заокеанские коллеги.

Остановимся на этой проблеме подробнее. В плане консерватизма инвесторов можно предположить, что недавно возникший (в соответствии с английской терминологией, *emerging* — «возникающий») российский рынок отличается от давно функционирующих зрелых рынков. Следовательно, особое внимание мы уделили проверке такой предполагаемой черты поведения инвесторов как стремление к поддержанию статус-кво, — постулата о консерватизме инвесторов. Иными сло-

вами, крайне важно дать ответ на вопрос: «Свойственна ли российскому рынку ПИФов такая особенность, как консерватизм действий частных инвесторов?». При этом следует отметить, что уже упомянутые ранее американские исследователи выявили довольно серьезные подтверждения подобной особенности рынка взаимных фондов США. С помощью регрессионного анализа панельных данных исследовалось влияние различных факторов на зависимую переменную — поток инвестиций в фонд i в период t ($Flow_{i,t}$). Для объясняющего фактора — лаг денежных потоков ($Flow_{i,t-1}$), т. е. тех средств, которые были инвестированы в предыдущий период (год), они получили следующий результат.

Если в фонд инвестирована некоторая сумма в текущем году, то в следующем году она реинвестируется в размере 75%. Это говорит о высокой степени «инерционности» частных инвесторов в среднем по исследуемой совокупности открытых фондов США, что противоречит гипотезе рациональности. При этом рассматривались ежегодные данные по 96 открытым фондам роста, у которых нет брокерской комиссии (Open-End No-load Growth Mutual Fund), действующих в период с 1976 по 1987 г.

А что же можно сказать о российских пайщиках? Насколько им свойственна эта модель «инерционного» инвестирования? Как уже было упомянуто выше, для ответа на этот вопрос мы применили подход, предложенный указанными выше американскими исследователями (Zeckhauser, Patel, Hendricks, 1991). В отличие от американских авторов, которые применяли обычный FGLS метод оценки панельных регрессий, нами, для более строгой оценки динамических панельных регрессий, были использованы инструментальные методы, описанные в работе Арелано и Бонда (Arellano, Bond, 1991). Вследствие существенно меньшей истории существования рынка ПИФов в России, в качестве рассматриваемого периода инвестирования был взят не год, а квартал. В результате для выборки за четыре года: с 09.10.2000 по 08.10.2004, включающей 13 фондов (среди которых 6 фондов акций; 3 смешанные инвестиции и 4 фонда облигаций), оказалось, что эффект «инерции» очень мал — только 35% средств реинвестируется в следующем квартале. Это выражается следующим регрессионным уравнением:

$$Flow_{i,t} = 1195\,607 + 0,35 \cdot Flow_{i,t-1}.$$

Возможные искажения данной оценки, связанные с открытием новых фондов, и, как следствие, уменьшением рыночной доли рассматриваемой выборки, оказались незначительны. Если рассмотреть подвыборку только открытых фондов акций, рыночная доля которой среди всех фондов акций на протяжении пяти лет изменялась незначительно — с максимальных 93% к четвертому кварталу 2002 г. до минимальных 72% к концу 2004 года, то результат получится очень похожий:

$$Flow_{i,t} = 2\,530\,250 + 0,40 \cdot Flow_{i,t-1}.$$

Другими словами, только 40% средств реинвестируется в открытые фонды акций, что опять же значительно ниже 75%, наблюдаемых на американском рынке взаимных фондов. Это подтверждает выявленную ранее закономерность отсутствия сильного эффекта «инерции» у российских пайщиков.

Также важно отметить, что за последние 3 года исследуемый нами показатель «постоянства» инвестиций оказался еще слабее. Так для более широкой выборки, состоящей из 24 фондов, существующих на рынке с конца III квартала 2001 г., с помощью аналогичной оценки были получены следующие результаты:

$$Flow_{i,t} = 1118\,211 + 0,26 \cdot Flow_{i,t-1}.$$

Рыночная доля рассматриваемых здесь ПИФов составляла на протяжении всех 3 лет не менее 50%. Если же взять только открытые фонды акций, рыночная доля которых не снижалась ниже 76%, то коэффициент регрессии, показывающий эффект «инерции», увеличится незначительно — с 0,26 до 0,36:

$$Flow_{i,t} = 2\,532\,885 + 0,36 \cdot Flow_{i,t-1}.$$

Все полученные результаты, как уже было сказано, свидетельствуют о том, что в отличие от американских участников рынка коллективного инвестирования, российские пайщики не характеризуются ярко выраженным «консерватизмом», что подтверждается наличием слабого эффекта «инерции» для потоков средств в открытые фонды. Это, скорее всего, объясняется тем, что рынок ПИФов в России относительно «молод» и гораздо менее развит, чем в США, что сказывается как на объеме привлеченных средств и количестве вкладчиков, так и количестве самих фондов и управляющих компаний. Ведь в США рынок коллективного инвестирования аккумулирует несравнимо большие объемы средств, при этом многие качественные показатели работы всех экономических агентов там намного выше. Одним из результатов подобной относительной незрелости российского рынка ПИФов является не столь большая популярность коллективного инвестирования среди населения, а, следовательно, и гораздо меньшее влияние таких факторов, как реклама и «стадное чувство», во многом содействующих эффекту «инерции». По мере роста рынка коллективных инвестиций в России, мы, вполне вероятно, столкнемся с парадоксом — появлением черт нерационального поведения частных инвесторов, по мере созревания (развития) рынка.

Описание эконометрической модели и эмпирических результатов

В отличие от американских исследователей мы использовали данные за более короткие периоды: дневные, месячные и квартальные. Это обусловлено как непродолжительностью рассматриваемого периода, так и экономическими соображениями. Ведь, чем больше шаг наблюдения, тем больший горизонт инвестирования предполагается. Однако Россия в гораздо большей степени подвержена различного рода рискам, и российские инвесторы имеют более узкий горизонт планирования.

Так же существенно отметить то, что модель основана на допущении, что инвесторы приносят/уносят деньги одномоментно в конце, а не в течение всего периода времени, из-за отсутствия данных о внутрисуточных потоках.

В данной работе были проверены три гипотезы о нерациональном поведении частных инвесторов на российском рынке открытых ПИФов: 1) «инерционность инвестиций»; 2) «эффект масштаба»; 3) «ставка на победителя».

Мы не стали проверять такую характерную черту поведения инвесторов, согласно которой частные инвесторы склонны упрощать действительность и поддаваться иллюзиям. Рейтинги фондов появились в России совсем недавно, и пока, скорее всего, не пользуются столь широким признанием, как в США. Поэтому мы не будем вводить порядковую переменную *Rank*, из-за ее априорно меньшего экономического значения для российских фондов. Переменная *Rank* составляется на основе упорядочивания фондов по показателю доходности *Return* за каждый период и является своего рода рейтингом фондов.

В качестве инструмента анализа была взята следующая эконометрическая модель, представленная в виде панельной регрессии:

$$Flow_{it} = \alpha + \{\beta_1 \cdot Flow_{i,t-1}\} + \beta_2 \cdot Size_{i,t} + \beta_3 \cdot Return_{i,t-1} + \varepsilon_{it},$$

где $Size_{i,t}$ — размер собственных чистых активов фонда i на начало периода t ;
 $Return_{it} = \frac{(Cst_{i,t+1} - Cst_{it})}{Cst_{it}}$ — доходность фонда i за период времени t ;
 $Change_{it} = \frac{(NAV_{i,t+1} - NAV_{it})}{NAV_{it}}$ — прирост стоимости чистых активов фонда i за период времени t ;
 $Cst_{i,t}$ — стоимость пая фонда i на начало периода t ;
 $Flow_{it} = NAV_{it} \cdot (Change_{it} - Return_{it})$ — поток новых средств фонда i за период времени t .

При оценивании были использованы несколько выборок:

1. 13 открытых паевых фондов (6 — акций, 3 — смешанных инвестиций, 4 — облигаций), существующих на рынке с IV квартала 2000 г. по IV квартал 2004 г.
2. 24 открытых паевых фонда (9 — акций, 8 — смешанных инвестиций, 7 — облигаций), существующих на рынке с IV квартала 2001 г. по IV квартал 2004 г.

Таким образом, первая выборка включала данные за 4 года, а вторая — за 3 года.

Все переменные были приведены к реальным значениям, с учетом инфляции. При этом использовались месячные данные, приведенные на сайте Госкомстата России (ныне — Росстат).

Все вычисления произведены в эконометрическом пакете STATA 8 for Windows.

Процедура оценивания была разбита на несколько этапов.

Вначале методом *FGLS* (доступный обобщенный метод наименьших квадратов) была оценена модель, не содержащая динамику в явном виде, (т. е. без лага зависимой переменной в правой части):

$$Flow_{it} = \alpha_i + \beta_2 \cdot Size_{i,t} + \beta_3 \cdot Return_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

В ходе оценивания были выявлены существенные недостатки модели, одним из которых является наличие мультиколлинеарности регрессоров. Это приводит к сложностям интерпретации полученных оценок уравнения. При этом проблемы эконометрического характера возникают и ясно дают о себе знать независимо от выбора горизонта инвестирования (квартал, месяц, день).

На втором шаге была оценена динамическая панель

$$Flow_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot Flow_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

Здесь уже был применен специальный инструментальный метод оценивания динамических панелей, обеспечивающий получение состоятельных оценок. Данный подход предложен Мануэлем Ареллано (Manuel Arellano) и Стефаном Бондом (Stephen Bond) и подробно разработан Балтаги (Baltagi, 2000). В результате для разных выборок коэффициент $\hat{\beta}_1$ оказался значимый и сильно отличный от 1 (в первом случае 0,35; а во втором 0,26), что свидетельствует о слабости эффекта «инерции» инвестиций на российском рынке открытых ПИФов. При этом дополнительно были оценены панели для соответствующих подвыборок только по открытым фондам акций. Это было сделано для того, чтобы проверить верность выводов с учетом сохранения рыночной доли рассматриваемых фондов, так как на протяжении 5 лет постоянно появлялись новые фонды, что снижало удельный вес всех включенных в выборку фондов. А рыночная доля подвыборки среди фондов акций оказалась в среднем гораздо более устойчивой (за 5 лет колебания происходили в достаточно узком диапазоне, с максимальных 93% к четвертому кварталу 2002 г. до минимальных 72% к концу 2004 г.).

В итоге оценки коэффициентов для первой и второй подвыборок оказались также высоко значимы и отличны от 1, соответственно равняясь 0,4 и 0,36.

На третьем шаге для модели, включающей все три регрессора, были получены оценки методом *FGLS* и инструментальным методом для динамических панельей

$$Flow_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot Flow_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Size_{i,t} + \beta_3 \cdot Return_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

Но, с учетом сделанных ранее замечаний о наличии мультиколлинеарности, интерпретация коэффициентов не является вполне достоверной, так как оценки обладают плохими статистическими свойствами (смещенность, несостоятельность, неэффективность).

Ниже приведена сводная таблица с оценками коэффициентов рассматриваемых нами панельных регрессий и значениями вероятности ошибки в скобках. Все результаты приведены для квартальных данных.

Таблица 2

Сводная таблица оценки коэффициентов панельных регрессий

2000—2004 г.	$Flow_{i,t-1}$	$Size_{i,t}$	$Return_{i,t-1}$
Все 13 фондов		30 700 000 (0,073)	0,871 (0,000)
	0,35 (0,000)		
6 фондов акций	0,40 (0,000)		
2001—2004 г.			
Все 26 фондов	0,26 (0,000)		
9 фондов акций	0,36 (0,000)		

Примечание: в таблице приведены значения только тех коэффициентов, интерпретация которых имеет смысл в силу их статистических свойств.

Заключение

Последние пять лет российская экономика демонстрирует стабильные темпы роста. В то же время количественный рост еще не означает качественных преобразований. Поэтому особый интерес вызывают ее секторы, которые еще совсем недавно находились в зачаточном состоянии, а в последнее время демонстрируют особенно быстрый рост. Можно ли в этом случае ставить вопрос о качественных изменениях, связанных с их «взрослением», или бурное развитие следует отнести к эффекту «точки отсчета». Если справедливо первое, то постепенное появление подобных деталей в «мозаике» переходной экономики означает ее постепенный выход на новую стадию движения к развитому рыночному хозяйству. Однако подобные секторы, к которым относится и бурно растущий рынок ПИФов, интересны также по другой причине. Появляется возможность применить к ним уже современный инструментарий исследования, используемый для развитых рынков, хотя бы по причине появления достаточного для анализа объема количественной информации. В итоге особенности данного возникающего рынка можно проанализировать в контексте современных представлений о его визави в странах с развитой рыночной экономикой.

В плане оценки количественного аспекта можно сделать вполне однозначный вывод: даже после четырех лет ускоренного роста рынок ПИФов по объемам несопоставим с тем уровнем, который следовало бы ожидать даже от переходной экономики такого размера, как российская. Менее очевидной и более сложной была строгая эконометрическая оценка характерных особенностей поведения инвесторов на данном рынке. Выводы нашего эконометрического исследования здесь не столь однозначны, а отчасти даже неожиданны. Мы не можем настаивать на том, что они безусловны и однозначны. Напротив, трудно-

ти, с которыми мы столкнулись, как вследствие ограниченности данных, так и при их обработке из-за сложностей эконометрического тестирования поведенческих гипотез, на основе панельных данных, позволяют вести речь лишь о результатах, которые являются приглашением к дискуссии и дальнейшим исследованиям. Главный вывод относительно особенностей поведения частных инвесторов на рынке ПИФов следующий, — они отличаются от тех, которые были доказаны при тестировании аналогичных поведенческих гипотез применительно к американскому рынку. В то же время, неправомерно ставить вопрос о том, что они связаны с меньшей эффективностью рынка и рациональностью российских инвесторов. Полученные на сегодняшний день результаты позволяют вести речь не о зрелом — незрелом поведении, а о некоторых особенностях поведения инвесторов на этом молодом, недавно начавшем быстро развиваться рынке.

Источники

- Заславская О.* В 2005 году придется решать проблему сохранения, а не приумножения средств // Финансовые известия. 2005. 8 февраля.
- Клепиков А.* Быстрое взросление // Эксперт Северо-Запад. 2005. 7 марта.
- Мязина Е.* Рынок управления активами в 2004 г. вырос на 100 млрд руб. // Ведомости. 2005. 16 февраля.
- Arellano M., Bond S.* Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations // The Review of Economic Studies. 1991. Vol. 58. N 2.
- Baltagi B.* Econometric Analysis of Panel Data. Chichester, 2000.
- Barber B., Odean T.* All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors // Working paper Haas School of Business at the University of California. 2003. October.
- Kahneman D., Tversky A.* Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk // Econometrica. 1979. Vol. 47. N 3. P. 263—291.
- Elton E.* The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance // The Journal of Business, 1997. Vol. 69. N 2. P. 133—157.
- Malkiel B.* Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991 // The Journal of Finance. 1995. Vol. 50. N 2. P. 549—572.
- Savage L.J.* The Foundations of Statistics. New York, 1954.
- Zeckhauser R., Patel J., Hendricks D.* Nonrational Actors and Financial Market Behavior // NBER Working Paper. 1991. N 3731.