

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Лебедева Карина Максимовна

МОДЕЛИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТИТОРОВ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Миркин Яков Моисеевич,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2020

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 03 февраля 2021 г. в 17:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 55, Зал заседаний ученых советов.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200, ГСП-3, Москва, 125993 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;
учёный секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;
Аюпов А.А., д.э.н., профессор;
Ершов М.В., д.э.н.;
Миркин Я.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 23 октября 2020 г.

Учёный секретарь
диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.116,
д.техн.н., доцент

Панова Светлана Анатольевна

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В 2015–2019 гг. происходил чистый отток капитала из России, темпы экономического роста не превышали среднемировые. Это свидетельствует о стратегической необходимости формирования политики по долгосрочному привлечению внутренних и иностранных инвесторов на российский финансовый рынок и созданию благоприятных условий для вложения средств в него.

При этом нужно понимание портрета игроков рынка, причин прихода на рынок и ухода с него, комфортного соотношения «риск-доходность-ликвидность», предпочтительных финансовых инструментов, инвестиционных горизонтов. Сценарий развития российской экономики определяет группы инвесторов, преобладающие на финансовом рынке.

Действия мегарегулятора обуславливаются уровнем капитализации участников рынка, преобладанием внутренних или иностранных инвесторов, розничных или институциональных, спекулятивных или ориентированных на долгосрочный рост. Экономика России остро нуждается в доминировании стратегических инвесторов с долгосрочными горизонтами, так как это послужило бы сильным драйвером роста.

В постиндустриальном обществе скорость передачи информации и реакции глобальных рынков на неё быстра. Динамика развивающихся рынков при открытой экономике определяется внутренними и внешними факторами – ситуацией на развитых рынках, ценами на сырьё, изменениями мировой экономической и политической конъюнктуры и т.д.

Таким образом, с помощью сравнительного анализа моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках и предпосылок их формирования, а также количественного моделирования взаимосвязи глобальных рынков объясняются причины волатильности российского финансового рынка и предлагаются меры по решению проблем долгосрочного привлечения капитала на

него и дисбаланса в регулировании портфельных и прямых иностранных инвестиций.

Научные результаты, практические рекомендации и прогнозы призваны оказать содействие регулятивным институтам в предвидении динамики рынка и предотвращении кризисных ситуаций, в формировании политики по развитию финансового рынка, стимулировании положительных тенденций при благоприятных условиях, повышении благосостояния граждан.

Степень разработанности темы исследования. Изучением поведения инвесторов занимались ведущие мировые экономисты: А. Шлейфер, Р. Талер, Д. Канеман, А. Тверски, Х. Шефрин, М. Статман, Ю. Фама, К. Френч, М. Бейкер, Д. Вурглер, Д. Браун, М. Клифф, Т. Ховард и другие.

Проблемы развития российского финансового рынка и поведения инвесторов на нём нашли отражения в работах Я.М. Миркина, Н.И. Берзона, К.В. Криничанского, А.Е. Абрамова, И.А. Гусевой, Т.В. Тепловой, Е.А. Федоровой и других, а также в аналитических материалах Банка России и Московской Биржи.

Исследования международных различий моделей экономики и структуры собственности проводились А. Демиргуч-Кунтом, Р. Ливайном, П. Фишером, А. Дамодараном, М. Мобиусом, Я.М. Миркиным. Стабильность финансовой системы стран с разной степенью развития оценивалась в рамках специализированной программы Международного валютного фонда. Привлекательность финансовых рынков с разной степенью зрелости для иностранных инвесторов ежегодно исследуется международными аналитическими агентствами А.Т. Kearney и Z/Yen. Инвестициям в страны Латинской Америки и их экономическим проблемам посвящены публикации Экономической комиссии по латиноамериканскому и карибскому региону, созданной Организацией Объединенных Наций.

Международные сравнительные исследования культуры и ценностей проводились Р. Инглхарт, К. Вельцелем, Г. Хофстеде и их последователями. В частности Р. Инглхарт, К. Вельцель и в дальнейшем группа российских

исследователей под руководством А.А. Аузана применяли полученные результаты вышеупомянутых социологических исследований для анализа процессов модернизации экономики. Подобный подход применяется в рамках детального анализа инвестиционного поведения впервые.

Проведенный анализ степени разработанности проблемы моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках показал, что в современной научной литературе крайне мало работ, где предлагался бы комплексный подход к анализу и прогнозированию формирующихся финансовых рынков, в частности финансового рынка РФ, который бы учитывал и подробно раскрывал суть поведенческого компонента в аспекте моделей поведения инвесторов, связывающих понятия устойчивых предпочтений, факторов иррациональности, ментальности и зрелости рынка, что придает актуальность данному диссертационному исследованию.

Цель и задачи исследования. Целью научного исследования является предложение новых научно обоснованных экономических решений по формированию эффективной политики, направленной на привлечение широкого круга инвесторов на российский финансовый рынок, имеющих существенное значение для развития страны, а также расширение научного аппарата поведенческих финансов.

Для достижения данной цели были поставлены следующие **задачи**:

- 1) дать концептуальную характеристику и предложить классификацию моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках;
- 2) определить особенности методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы на развивающихся финансовых рынках;
- 3) раскрыть причинно-следственный механизм взаимосвязей и совместного движения рынков товарных активов, а также финансовых рынков и валют России и ряда стран Латинской Америки в качестве индикации однородности поведения инвесторов;
- 4) охарактеризовать механизм принятия решений глобальными инвесторами на развивающихся финансовых рынках;

5) выявить и дать сравнительную характеристику моделей поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки и причинно-следственного механизма их воздействия на динамику развивающихся финансовых рынков;

6) на основе анализа моделей поведения глобальных и внутренних инвесторов дать прогноз динамики российского финансового рынка;

7) разработать комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка на основе анализа их модели поведения.

Объектом исследования является поведение инвесторов на развивающихся финансовых рынках.

Предметом исследования выступают модели поведения инвесторов на финансовых рынках Российской Федерации, Бразилии, Мексики и Аргентины.

Область исследования. Диссертационная работа выполнена в соответствии с п. 6.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 6.5. «Концепции и механизмы функционирования фондового рынка» Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. В процессе проведения исследования были применены: анализ (системный, логический, сравнительный, причинно-следственный), обобщение, классификация, группировка, концептуальное моделирование. На эмпирическом уровне использованы статистические и эконометрические методы (корреляционный анализ, тест причинности по Грейнджеру, метод главных компонент, регрессионный анализ, GARCH-моделирование). Исследование базируется на теории поведенческих финансов и предпосылке о том, что значимым фактором, определяющим динамику рынков, является поведение присутствующих на них игроков.

Информационную базу диссертационного исследования составили научные разработки российских и зарубежных ученых в области поведенческих финансов, теории финансовых рынков, макроэкономики, мировой экономики, исследования

и статистические данные международных организаций, в частности Международного валютного фонда, Всемирного банка, Организации Объединенных Наций, результаты международных социологических исследований (World Values Survey, Culture Compass Survey), статистика Банка России, ПАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (Московская биржа) и бирж стран Латинской Америки, информационного агентства Bloomberg, материалы международных и всероссийских научных конференций.

Научная новизна и основные научные результаты исследования заключаются в следующем:

1. Дана концептуальная характеристика модели поведения инвесторов, принимающей во внимание как устойчивые предпочтения, так и иррациональную составляющую (С. 16-35), и предложена подробная классификация моделей поведения внутренних инвесторов на развивающихся рынках – в частности, выделены азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели (С. 51-56).

2. Раскрыты отличительные черты методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы для анализа и прогнозирования развивающихся рынков в условиях неликвидности и ограниченной информации. Фундаментальный подход позволяет выявить причинно-следственные связи на макроуровне с помощью эконометрического моделирования и институционального анализа для объяснения поведения инвесторов на микроуровне с применением аналитического инструментария поведенческих финансов и рассмотрением результатов международных социологических исследований в контексте поведения участников рынка. Выбранный подход основан на международных сравнениях и является междисциплинарным (С. 35-43).

3. Раскрыт причинно-следственный механизм тесных взаимосвязей и совместного движения развивающихся рынков акций и валют России и ряда стран Латинской Америки, а также рынка нефти, демонстрирующих однородность поведения глобальных инвесторов, в том числе спекулятивных, доминирующих

над внутренними инвесторами, поведение которых варьируется в зависимости от рассматриваемого рынка. Было выявлено, что одни и те же крупные международные институциональные игроки со значительно большими ресурсами, чем у внутренних участников рынка, инвестируют в пул развивающихся рынков, рассматривая их как единое целое (С. 62-92; 125-127).

4. Дана характеристика механизма принятия решений глобальными инвесторами (С. 110-121).

5. Выявлены и охарактеризованы модели поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки – с точки зрения структуры собственности, уровня принятия рисков, ценностно-идеологических факторов (Россия в сравнении с Бразилией, Аргентиной, Мексикой). Раскрыты отличительные черты воздействия внутренних инвесторов на динамику развивающихся рынков (С. 93-110).

6. Дан среднесрочный прогноз динамики российского финансового рынка, прямо зависящий от сценариев развития экономики. Показано, что при дальнейшем огосударствлении экономики основными игроками рынка станут крупные компании и институты с государственным участием, произойдет сжатие рынка. В случае сохранения текущей модели на рынке продолжают преобладать глобальные спекулятивные игроки, в сценарии «экономики роста» – широкий круг внутренних и иностранных инвесторов с долгосрочными инвестиционными горизонтами (С. 121-125; 127-132).

7. Разработан комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка. Предложены способы рыночно-ориентированного контроля счета капитала – установление налогов/обязательных резервов для иностранных спекулятивных инвесторов. Рекомендовано введение прогрессивной шкалы налогообложения дохода от продажи облигаций, а также купонного дохода по облигациям в зависимости от срока владения ценной бумагой. Налог на дивиденды по акциям, напротив, предложено понизить. В аспекте монетарной политики рекомендовано постепенное снижение ключевой ставки и умеренное

вмешательство Банка России для предотвращения резких колебаний валютного курса (С. 132 -142).

Положения, выносимые на защиту:

1. Модель поведения инвесторов - устойчивые предпочтения (риск-аппетит, желаемые уровни доходности, ликвидности, склонности к вложению средств в определенные финансовые инструменты) и обусловленные ими повторяющиеся последовательности действий, характерные для группы игроков рынка, а также совокупность объясняющих их факторов, включая ожидания в тот или иной момент времени. Поведение инвесторов также объясняется иррациональной составляющей (эвристиками, аномалиями, реакцией на стресс). В условиях нестабильности поведение отдельных инвесторов трансформируется в коллективное поведение рынка. Развивающиеся рынки более волатильны по сравнению со зрелыми, пребывание в состоянии нестабильности и значительное проявление иррациональной составляющей на них - практически постоянное явление, что необходимо учитывать при их поведенческой характеристике (С. 16-35). Среди моделей поведения инвесторов на развивающихся рынках можно выделить азиатскую модель, исламскую модель, латиноамериканскую модель и постсоветскую модель. Наибольшим количеством общих черт обладают латиноамериканская и постсоветские модели поведения инвесторов. Общие черты включают в себя низкую толерантность к риску в сочетании со стремлением получить «лёгкие» деньги, серьезную роль банковской системы, сильную концентрацию собственности, высокую вероятность возникновения «стадного эффекта», а также поведенческих аномалий, связанных с информационными поводами, частые случаи мошенничества и коррупции, коллективизм в большинстве стран (С. 51-56).

2. Чем больше доля США в прямых инвестициях в страну, тем сильнее совместное движение её рынка с глобальным финансовым рынком. Финансовые рынки Бразилии и России коррелируют друг с другом в наибольшей степени, с рынком США – в наименьшей, что соотносится с гипотезой, приведенной выше.

Также совместное движение развивающихся рынков объясняется динамикой цен на сырьё (энергоносители, металлы) (С. 62-81).

3. Поведение инвесторов на развивающихся финансовых рынках в значительной степени определяется поведением крупных спекулятивных иностранных игроков, имеющих большой риск-аппетит относительно внутренних участников рынка, опыт финансовых вложений, значительные информационные и аналитические ресурсы. Анализ проспектов глобальных инвестиционных фондов, специализирующихся на развивающихся рынках, демонстрирует, что их основной целью прихода на эти рынки является прирост капитала при активной стратегии инвестирования, допускающей относительно частые изменения в составе портфеля. Вышеприведенный факт, а также многочисленные исторические примеры валютных атак и реализации стратегии кэрри-трейд, подтверждают спекулятивный характер международных инвестиций на развивающихся рынках. Факторный анализ, выполненный на основе метода главных компонент, показал, что рынки акций и рынок нефти являются сферой интересов глобальных спекулятивных инвесторов (С. 62-92; 125-127).

4. В настоящий момент можно выделить три сценария развития российского финансового рынка, тесно связанных со сценариями развития экономики: огосударствление экономики и преобладание на рынке крупных компаний с государственным участием, сохранение текущей экономической ситуации и доминирование глобальных спекулятивных игроков, экономическая либерализация и привлечение на рынок широкого круга стратегических инвесторов. Первые два сценария наиболее вероятны, третий - имеет минимальную вероятность. Основными рисками огосударствления экономики являются: снижение глобальной конкурентоспособности России, потеря доверия к рынку внутренними и иностранными инвесторами, падение качества жизни и отток высококвалифицированных специалистов из страны. Политика экономической либерализации призвана решить вышеперечисленные проблемы (С. 121-125; 127-132).

Теоретическая значимость исследования состоит в развитии представлений о моделях поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках, а также об основных тенденциях и факторах, определяющих динамику этих рынков в среднесрочной перспективе.

Практическая значимость исследования состоит в разработке инструментария анализа финансовых рынков, который может быть использован как регулятором, так и широким кругом инвесторов и финансовых аналитиков.

Практическую значимость имеют, в частности, следующие положения диссертации:

1. Дана характеристика различным методам исследования поведения инвесторов. Было установлено, что подходы, при которых настроения инвесторов моделируются с помощью ставки закрытых инвестиционных фондов (closed – end funds), имеющих в своем портфеле акции, не подходят для России в связи с малым количеством таких фондов и низкой ликвидностью рассматриваемого рынка. Моделирование настроений инвесторов на российском рынке, основанное на анализе интернет-запросов, также, в отличие от зрелых рынков, для которых подобные исследования успешно проводились, не иллюстративно в связи с незначительной долей активных розничных инвесторов (профессиональные инвесторы, как правило, ищут информацию не в сети Интернет, а в специализированных информационных системах) (С. 35-43).

2. Предложены практические рекомендации по анализу настроений инвесторов на рынках с разной степенью зрелости (С. 47-49; 54-56).

3. Раскрыты свойства наиболее распространенных поведенческих аномалий (устойчивых отклонений от ситуации эффективного рынка, сопряженных с иррациональным коллективным поведением инвесторов) на развивающихся рынках (С. 57-59).

4. Обозначены активы, подходящие для формирования международного диверсифицированного портфеля инвестиций; охарактеризованы отношения причинности по Грейнджеру (Granger causality), выявляющие переменные,

которые могут быть использованы игроками рынка в качестве опережающих индикаторов (С. 75-81; 84-86).

5. Дана характеристика ключевым драйверам динамики российского финансового рынка, которыми являются цены на нефть и валютные пары рубль-доллар и евро-доллар (С. 125-127).

6. Выводы исследования могут применяться в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Поведенческие финансы», «Финансовые рынки и институты», «Зарубежные финансовые рынки» (С. 59-61; 91-92; 142-149).

Степень достоверности результатов исследования, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверный характер результатов, выносимых на защиту, подтверждается корректным использованием качественных и количественных методов в процессе анализа и моделирования, существенным объемом информационной базы исследования, а также тем, что выдвинутые положения не противоречат трендам общей экономической теории, теории финансовых рынков и результатам по исследуемой проблематике, описанным в научных трудах ведущих российских и зарубежных авторов.

Основные положения диссертационного исследования прошли научно-практическую апробацию и получили положительную оценку на международных и российских конференциях: на XIX Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества (Москва, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 10-13 апреля 2018 г.); на XXV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Москва, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, 9-13 апреля 2018 г.); на XXIV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Москва, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, 10-14 апреля 2017 г.); на IV Международной научной конференции «Глобальная экономика в XXI веке: диалектика конфронтации и солидарности» (Москва, Финансовый университет, 2-3 марта 2017 г.); на III

Международной научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет, 2 апреля 2016 г.).

Выводы диссертационного исследования и практические предложения, содержащиеся в научной работе, используются в деятельности отдела инвестиционной аналитики Акционерного общества «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ЕВРОФИНАНСЫ». В частности, определенные в диссертации зависимости, опережающие индикаторы и драйверы динамики применяются для прогнозирования конъюнктуры российского рынка акций и сырьевых рынков. По материалам исследования внедрена методика характеристики моделей поведения инвесторов, а также учитываются практические рекомендации по анализу настроений рынков с разной степенью зрелости.

Результаты научного исследования используются Департаментом финансовых рынков и банков Финансового университета в преподавании научно-исследовательского семинара для обучающихся по направлению подготовки 38.04.08 – Финансы и кредит, магистерская программа «Финансовая математика и анализ рынков».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и выводы диссертационного исследования нашли отражение в 10 публикациях общим объемом 8,4 п.л. (авторский объем 8,03 п.л.), в том числе 4 работы авторским объемом 3,05 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

Структура и объем диссертационной работы обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 281 источника, списка иллюстративного материала и 7 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах, содержит 21 рисунок, 19 таблиц.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования рассмотрены семь групп вопросов.

Первая группа вопросов связана с концептуальной характеристикой и классификацией моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках. Иррациональное поведение индивида рассматривается в контексте нелогичного действия В. Парето, что подразумевает действия, основанные на чувствах, без логического соединения их цели и средства её достижения, коллективная иррациональность – в контексте психологии толпы Г. Лебона. Модель поведения инвесторов представлена на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Модель поведения инвесторов

Примерами стран с азиатской моделью поведения инвесторов являются Япония, Южная Корея, Таиланд, Тайвань, Китай и другие. Толерантность к риску в азиатской модели сопоставима с континентально-европейской, исключение – Китай, для которого характерна очень высокая склонность к риску. Для рассматриваемой группы стран свойственен выраженный коллективизм, относительная строгость социальных норм, высокий авторитет власти.

Длительность инвестиционных горизонтов и уровень «маскулинности» варьируются (наивысший - в Японии). Норма сбережений в азиатских странах одна из самых высоких в мире – так, по данным Всемирного банка, в 2019 году в Сингапуре валовые сбережения составляли 43% ВВП, в Южной Корее – 35%. Уровень долговых обязательств в Японии (51,5% в 2019 году) выше континентально–европейского (46,3%), в Китае – ниже (41,9%). Концентрация собственности сопоставима с континентально-европейской моделью (индекс неравенства GINI – в диапазоне 30-40%). Секулярно-рациональные ценности преобладают. В странах Азии инвесторы демонстрируют высокий уровень готовности к принятию инноваций на рынках. Климатический и географические факторы исторически оказывают серьезное влияние на настроения рынка.

К исламской модели поведения инвесторов относятся такие государства, как Саудовская Аравия, Малайзия, Иран и другие. В рассматриваемой группе стран длительность инвестиционных горизонтов и уровень толерантности к риску отличаются в зависимости от региона. Коллективизм ярко выражен, авторитет власти значительный. Норма сбережений в ЮВАО, на Ближнем Востоке высокая, в странах Африки низкая. Начисление процента на денежные ссуды, а, следовательно, долговое финансирование в наиболее часто встречающемся виде противоречит принципам шариата. Собственность сконцентрирована. Ценности выживания, а также традиционные ценности преобладают.

Для латиноамериканской модели поведения (Бразилия, Мексика, Аргентина и другие) характерна низкая толерантность к риску в сочетании со стремлением получить «лёгкие деньги». Роль банковской системы высока аналогично континентально-европейской модели, собственность сконцентрирована. Значительную роль играют поведенческие аномалии, связанные с информационными поводами. В большинстве стран присутствуют коррупция и мошенничество. Роль ценностей выживания существенна. В Латинской Америке инвесторы обладают высокой степенью осознания контроля над собственной жизнью, эмоциями, ценности самовыражения имеют большое значение. Уровень авторитета власти варьируется от страны к стране.

Постсоветская модель поведения инвесторов имеет значительное сходство с латиноамериканской моделью. В постсоветских странах Восточной Европы наблюдается высокий уровень экономического индивидуализма, в странах СНГ, напротив, коллективизм ярко выражен. Для рассматриваемой группы стран характерна строгость социальных норм, высокий авторитет власти. В странах Балтии секулярно-рациональные ценности преобладают, остальные страны, относящиеся к модели, находятся на стыке секулярно-рациональных и традиционных ценностей.

Вторая группа вопросов касается определения особенностей методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы на развивающихся финансовых рынках.

В качестве исследуемой системы выбран глобальный финансовый рынок. В диссертации применяется качественное моделирование, основанное на институциональном анализе и методах поведенческих финансов, для выявления и характеристики региональных моделей поведения инвесторов. Далее используются эконометрические методы (корреляционный анализ, тест причинности по Грейнджеру, метод главных компонент, регрессионное моделирование, модель DCC-GARCH) для раскрытия взаимосвязей рынков и драйверов их динамики с дальнейшей интерпретацией полученных результатов с точки зрения поведенческих финансов, что даёт возможность выявить и объяснить различия в поведении местных и иностранных инвесторов на развивающихся рынках, что, в свою очередь, позволяет охарактеризовать механизм функционирования глобального финансового рынка и дать сценарный прогноз развития российского финансового рынка. Классификация методов исследования поведения инвесторов приведена на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Методы исследования поведения инвесторов

Третья группа вопросов связана с объяснением взаимосвязей и совместного движения рынков товарных активов, а также финансовых рынков и валют России и ряда стран Латинской Америки, однородности поведения глобальных инвесторов. Корреляционный анализ развивающихся рынков акций и рынка акций США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020 представлен на рисунке 3.

	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина	США
Россия	1	0,89	0,75	0,59	0,44	-0,27	-0,32
Бразилия	0,89	1	0,67	0,57	0,26	-0,41	-0,50
Перу	0,75	0,67	1	0,85	0,48	0,04	-0,07
Чили	0,59	0,57	0,85	1	0,48	0,1	-0,11
Мексика	0,44	0,26	0,48	0,48	1	-0,13	-0,21
Аргентина	-0,27	-0,41	0,04	0,1	-0,13	1	0,92
США	-0,32	-0,50	-0,07	-0,11	-0,21	0,92	1

Источник: составлено автором на основе данных Investing.com – котировки и финансовые новости: сайт Investing.com. – Дорал. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный; Yahoo!Finance: сайт Yahoo!Finance. – Саннивейл. – URL: <https://finance.yahoo.com/> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный.

Рисунок 3 – Корреляционный анализ развивающихся рынков акций и рынка акций США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)

Финансовые рынки Бразилии и России коррелируют друг с другом в наибольшей степени, с рынком США – в наименьшей. Также совместное

движение развивающихся рынков объясняется динамикой цен на сырьё. Чем больше доля США в прямых инвестициях в страну, тем сильнее совместное движение её рынка с глобальным финансовым рынком. Доля США в прямых инвестициях в Россию менее 1%, в Бразилию - 10%, в Аргентину – 25%, в Мексику – 35%.

Из проведённого макроэкономического анализа следует, что рынки акций России и Латинской Америки связаны между собой, а также с глобальным финансовым рынком. Данная связь может быть обусловлена однородной моделью поведения крупных международных инвесторов, о чём можно судить по структуре инвестиций, а также высокой доле иностранных инвесторов на развивающихся рынках. Доля США в портфельных инвестициях в Бразилию и Мексику в 2019 году составляла 60% и более, в Перу, Чили и Аргентину – более 50%, в Россию – более 40%, показав незначительный прирост с 2008 года.

Исследуемые финансовые рынки продемонстрировали ярко выраженное совместное движение с товарными рынками - наиболее сильная положительная корреляция в 2008-2020 гг. наблюдалась с ценами на нефть и медь. Помимо сырьевого фактора, на причинно-следственные связи в динамике развивающихся финансовых рынков и курсов валют России и стран Латинской Америки с лагом 1 день влияла разница часовых поясов, принятие решений инвесторами о вложении в развивающиеся рынки с учетом конъюнктуры финансовых рынков развитых стран, а также структура международной торговли и восприятие участниками рынков регионов в качестве экспортеров тех или иных товаров.

Четвертая группа вопросов касается характеристики механизма принятия решения глобальными инвесторами. Поведение инвесторов на развивающихся финансовых рынках в значительной степени определяется поведением крупных спекулятивных иностранных игроков, имеющих большой риск-аппетит, опыт финансовых вложений, значительные информационные и аналитические ресурсы. Анализ проспектов глобальных инвестиционных фондов, специализирующихся на развивающихся рынках, демонстрирует, что их основной целью прихода на эти рынки является прирост капитала при активной стратегии инвестирования,

допускающей относительно частые изменения в составе портфеля. Вышеприведенный факт, а также многочисленные исторические примеры валютных атак и реализации стратегии кэрри-трейд, подтверждают спекулятивный характер международных инвестиций на развивающихся рынках.

Проведен факторный анализ по методу главных компонент за период с 22.06.2012 по 27.03.2020 на временных рядах по семи фондовым индексам и тринадцати видам сырья, позволяющий дать характеристику ключевым группам глобальных инвесторов. На основе веса анализируемого временного ряда в каждой из компонент сделан вывод о том, что сферой интересов глобальных спекулятивных инвесторов являются рынки акций, фьючерсы на нефть и цветные металлы, сферой интересов глобальных консервативных инвесторов – благородные металлы, также есть несколько групп глобальных игроков рынка, специализирующихся на сырье: агропромышленных культурах США и Европы, агропромышленных культурах Латинской Америки, фьючерсах на природный газ Henry Hub.

Пятая группа вопросов связана с выявлением и характеристикой моделей поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки и механизма их воздействия на динамику развивающихся финансовых рынков.

Охарактеризованы модели поведения внутренних инвесторов на рынках России, Бразилии, Мексики и Аргентины. Согласно классификациям Международного валютного фонда и MSCI, уровень зрелости рынка и экономики рассматриваемых стран сопоставим. С точки зрения структуры собственности Россия близка к Аргентине – обе страны имеют ярко выраженную банковскую модель экономики, в аспекте доминирования иностранных инвесторов на рынке акций – к Бразилии.

Относительно анализируемой группы стран финансовый сектор Бразилии развит в наибольшей степени, Аргентины – в наименьшей. Доля банковских депозитов в Бразилии также самая высокая, в Аргентине – самая низкая. По

отношению займов нефинансовых организаций к ВВП Бразилия лидирует в то время, как Мексика демонстрирует низшее значение.

Малая доля вложений местных инвесторов в рынок акций при рыночной модели экономики в Бразилии объяснима высокой долей присутствия иностранных инвесторов на финансовых рынках. На бразильском рынке в сегменте акций (BOVESPA) в 2005-2017 гг. доля иностранных инвесторов в среднем составила 41%, в сегменте производных финансовых инструментов (BM&F) – 25%. По состоянию на апрель 2020 года доля иностранных инвесторов на российском рынке акций составила 47% (в 2013-2017 гг. - около 44%), на рынке производных финансовых инструментов – 52% (в 2013-2017 гг. – 43%). За счёт многолетней экспертизы в области инвестиций нередко крупные иностранные игроки являются маркет-мейкерами на рынках развивающихся стран.

Наибольшим количеством сходств ценностно-идеологических факторов (дистанция власти, коллективизм, избегание неопределенности) с Россией обладают Бразилия и Мексика. Россия опережает латиноамериканские страны по ВВП на душу населения и длительности образования, но при этом сильно уступает по продолжительности жизни.

Таким образом, неравенство в обществе, концентрация собственности, проблемы в экономике создают внутренним инвесторам барьеры для входа на финансовый рынок. Политический режим и законодательство также в отдельных случаях не позволяют резидентам развивающихся стран инвестировать в зрелые стабильные рынки, более подходящие им по инвестиционному профилю, что приводит к краткосрочным инвестиционным горизонтам из-за гиперчувствительности к коллективному мнению и аномалиям, связанным с информационными поводами. Предпочтение банковских продуктов и осознание тщетности конкуренции с крупными иностранными игроками, имеющими возможность манипулирования рынком, являются причинами, по которым

внутренние инвесторы отказываются вкладывать средства в развивающиеся рынки.

Шестая группа вопросов посвящена среднесрочному прогнозу динамики российского финансового рынка на основании анализа моделей поведения глобальных и внутренних инвесторов. Методика прогноза также базируется на анализе фундаментальных экономических факторов. Предложенные сценарии в некоторой степени соотносятся со сценариями развития экономики, определенными Я.М. Миркиным в 2018 году.

При прогнозировании среднесрочной динамики российского финансового рынка необходимо учитывать следующие поведенческие аспекты: низкая роль внутренних розничных инвесторов; значительное влияние глобальных инвесторов–нерезидентов; спекулятивный, краткосрочный характер инвестиций; взаимосвязь финансовых рынков России и Латинской Америки; высокая волатильность развивающихся рынков; движение цен на нефть и курс доллара являются драйверами динамики российского финансового рынка.

Вышеприведенные факторы определяют динамику российского финансового рынка при прочих равных (при отсутствии значительных внутренних и внешних шоков). В качестве наиболее вероятного внешнего шока может выступить финансовая инфекция – распространение кризиса крупных зарубежных финансовых рынков на российский рынок из-за пессимистических настроений глобальных инвесторов.

Существенным внутривнутристрановым риском является рост доли проблемных активов в российском банковском секторе, которые в процессе финансового оздоровления ряда банков будут активно выкупаться Центральным банком. Вышеописанный процесс приведет к росту инфляции, при этом денежная масса будет одновременно сокращаться за счет того, что при банкротстве банков крупные вкладчики – физические лица, а также юридические лица, потеряют средства на своих счетах. Обозначенные явления приведут к отрицательной динамике рынка акций, росту доходности облигаций из-за потери бизнесом

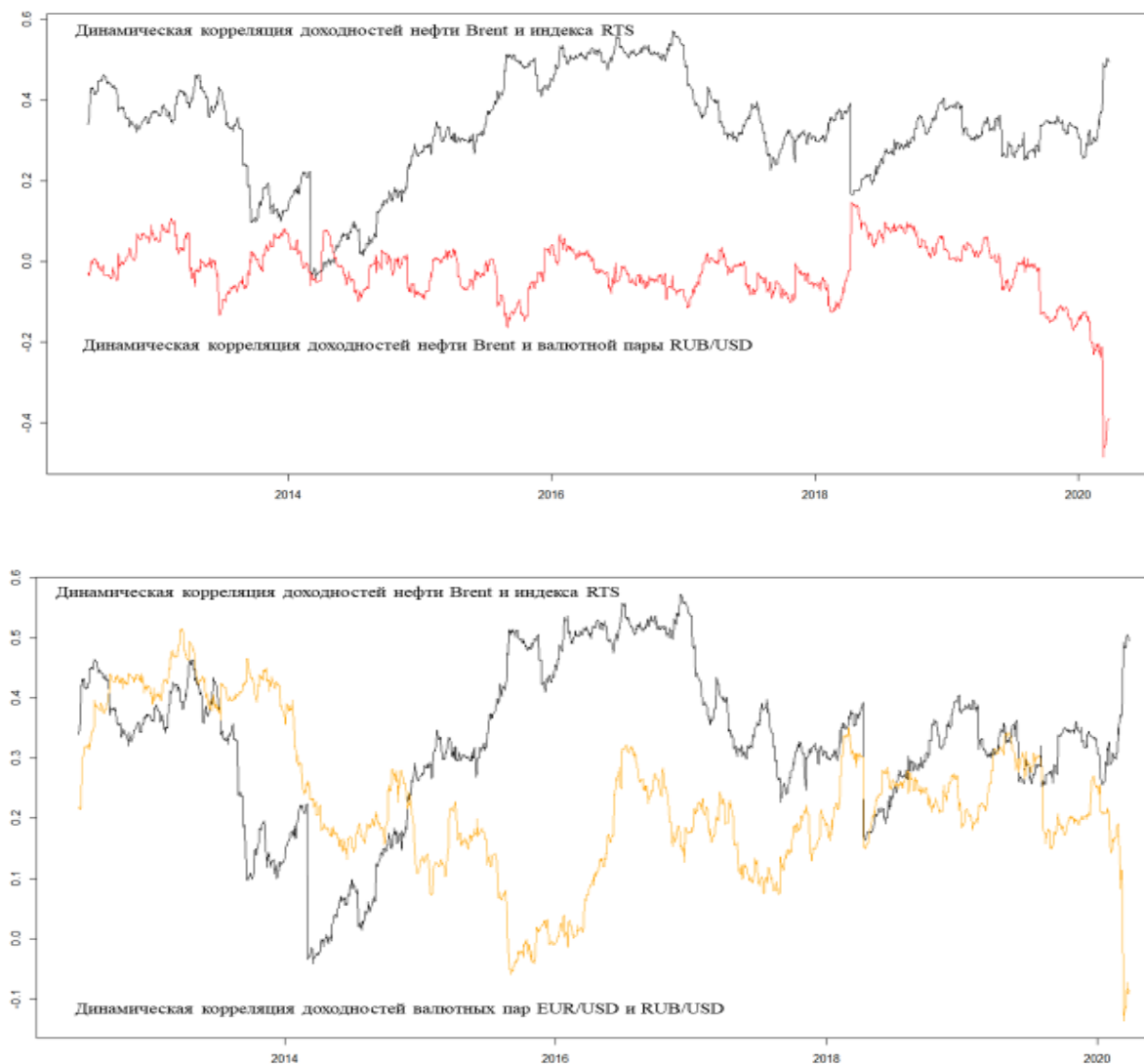
ликвидности при параллельном падении благосостояния, покупательной способности и доверия к рынку розничными инвесторами.

Можно выделить три сценария развития российского финансового рынка, тесно связанных со сценариями развития экономики: **огосударствление экономики** и преобладание на рынке крупных компаний с государственным участием, **сохранение текущей экономической ситуации** и доминирование глобальных спекулятивных игроков, **экономическая либерализация** и привлечение на рынок широкого круга стратегических инвесторов. Первые два сценария наиболее вероятны, третий - имеет минимальную вероятность. Основными рисками огосударствления экономики являются снижение глобальной конкурентоспособности России, потеря доверия к рынку местными и иностранными инвесторами, падение качества жизни и отток высококвалифицированных специалистов из страны. Политика экономической либерализации призвана решить вышеперечисленные проблемы.

Зависимость динамики российского финансового рынка (индекса RTS) от цен на нефть Brent, значений валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 была проиллюстрирована с помощью модели DCC-GARCH (Обобщенной авторегрессионной модели условной гетероскедастичности в спецификации динамической условной корреляции). Анализ проводился на доходностях индексов для выполнения условия стационарности.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что рост доходности RTS, укрепление национальной валюты происходят в период роста доходностей нефти Brent. В период падения доходностей нефти Brent происходит падение российского рынка акций и ослабление национальной валюты. При укреплении евро относительно доллара также возрастает взаимосвязь между валютными парами евро-доллар и рубль-доллар за счет повышения активности европейских игроков на товарных рынках. Динамическая корреляция доходностей индекса RTS, нефти Brent, валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с

25.06.2012 по 27.03.2020, рассчитанная с помощью модели DCC-GARCH, представлена на рисунке 4.



Источник: расчеты автора на основе данных Yahoo!Finance: сайт Yahoo!Finance. – Саннивейл.
– URL: <https://finance.yahoo.com/> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный.

Рисунок 4 – Динамическая корреляция доходностей индекса RTS, нефти Brent, валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 25.06.2012 по 27.03.2020, рассчитанная с помощью модели DCC-GARCH

Седьмая группа вопросов направлена на разработку комплекса мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка. В качестве такой меры могло бы выступить снижение налога по дивидендам нерезидентов до уровня резидентов. Для предотвращения расшатывания курса рубля из-за кэрри-трейд для иностранных инвесторов было бы целесообразно ввести прогрессивную шкалу налога на продажу облигаций и купонный доход по ним, зависящую от срока

владения ценной бумагой. При этом возможна следующая льготная схема: если купонный доход иностранных портфельных инвесторов от российских облигаций, в том числе ОФЗ, реинвестируется иностранным инвестором на российском рынке акций, и срок держания этих ценных бумаг иностранным инвестором превышает 5 лет, налог на доход от их продажи становится таким же, как для резидентов. Вышеописанная схема должна сохраняться до тех пор, пока ключевая ставка ЦБ превышает 3-4%, далее ситуацию возможно пересмотреть. С целью смягчения эффекта спекулятивных атак возможно введение временных ограничений для иностранных портфельных инвесторов на обмен рублей на иностранную валюту в 5-7 рабочих дней.

III Заключение

В проведенном научном исследовании была сформулирована и достигнута цель, направленная на предложение новых научно обоснованных экономических решений по формированию эффективной политики привлечения широкого круга инвесторов на российский финансовый рынок, имеющих существенное значение для развития страны, а также расширение научного аппарата поведенческих финансов. В работе дана характеристика концептуальной модели поведения инвесторов. Систематизированы методы исследования поведения участников рынка, раскрыты причины, по которым системный анализ является наиболее подходящим для применения на развивающихся рынках. Выделены и охарактеризованы азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели поведения инвесторов, установлено, что латиноамериканская и постсоветская модели обладают наибольшим числом общих черт. Раскрыта суть моделей поведения глобальных и внутренних инвесторов на финансовых рынках России, Бразилии, Мексики и Аргентины. На основе корреляционного анализа и теста причинности по Грейнджеру установлена прямая зависимость между долей прямых инвестиций США в экономику страны и совместным движением её рынка с глобальным рынком. Построена модель DCC-GARCH, показавшая зависимость динамики российского рынка акций от цен на нефть, валютных пар евро-доллар и

рубль-доллар. Продемонстрировано, что нередко на развивающихся рынках крупные зарубежные спекулятивные инвесторы со значительным профессиональным опытом, серьезными ресурсами и англо-саксонской моделью поведения доминируют над менее опытными внутренними игроками рынка с высокой степенью коллективизма и чувствительности к информационным поводам. Представлены три среднесрочных сценария развития российского финансового рынка, раскрыты риски и преимущества реализации каждого из них. Предложен комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

Публикации в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России:

1. Лебедева, К.М. Модели поведения инвесторов на европейских финансовых рынках / К.М. Лебедева // Банковские услуги. – 2017. - № 4. – С. 20-24. – ISSN 2075-1915.
2. Лебедева, К.М. Влияние инвестиций США на динамику рынков акций России и Латинской Америки / К.М. Лебедева // Банковские услуги. – 2018. - № 2. – С. 25-30. – ISSN 2075-1915.
3. Лебедева, К.М. Применение поведенческих подходов для прогнозирования среднесрочной динамики российского финансового рынка / К.М. Лебедева // Финансы, Деньги, Инвестиции. – 2018. - № 1/2018 (65). – С. 34-39. – ISSN 2222-0917.
4. Лебедева, К.М. Комплекс мер по минимизации спекулятивных инвестиций и увеличению инвестиционных горизонтов на развивающихся финансовых рынках: пример России / К.М. Лебедева // Финансы, Деньги, Инвестиции. – 2020. - № 2/2020 (74). – С. 35-40. – ISSN 2222-0917.

Публикации в других научных изданиях:

5. Lebedeva, K.M. An empirical analysis of the Russian financial markets' liquidity and returns = Эмпирический анализ ликвидности и доходности

российского финансового рынка / К.М. Lebedeva // Review of Business and Economic Studies. – 2015. – № 3. Vol. 3. – P. 5-31. – ISSN 2308-944X.

6. Лебедева, К.М. Банки, монетарное регулирование и финансовые рынки на пути к устойчивому росту экономики (параграф 11.1 Особенности структуры поведения инвесторов на развивающихся рынках) : монография / К.М. Лебедева ; под редакцией Н.Э. Соколинской [и др.]. — Москва : РУСАЙНС, 2016. — С. 382-389. – ISBN 978-5-4365-0929-7.

7. Лебедева, К.М. Инвестиционная привлекательность развивающихся рынков в условиях глобализации / К.М. Лебедева // Глобальная экономика в XXI веке: диалектика конфронтации и солидарности : сборник научных трудов по итогам IV-й Международной научной конференции ; под редакцией Д.Е. Сорокина, М.Л. Альпидовской – Краснодар : Издательство Научно-исследовательского института экономики Южного федерального округа, 2017. – С. 181-183. – ISBN 978-5-9952-0021-5.

8. Лебедева, К.М. Свойства наиболее распространенных аномалий на развивающихся рынках / К.М. Лебедева // ЛОМОНОСОВ – 2017 : материалы Международного молодежного научного форума ; ответственный редактор И.А. Алешковский [и др.]. – Москва : МАКС Пресс, 2017. – 1 электронный оптовый диск (DVD-ROM). – ISBN 978-5-317-05504-2.

9. Лебедева, К.М. Феномен связанной динамики в глобальных финансах (Россия, Бразилия) / Я.М. Миркин, К.М. Лебедева // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. – 2018. - № 1. Том 11. – С. 155-169. – ISSN 2542-0240.

10. Лебедева, К.М. Структура собственности как фактор, определяющий предпочтения инвесторов на финансовых рынках России, Аргентины и Бразилии / К.М. Лебедева // ЛОМОНОСОВ – 2018 : материалы Международного молодежного научного форума ; ответственный редактор И.А. Алешковский [и др.]. – Москва : МАКС Пресс, 2018. – 1 электронный оптовый диск (DVD-ROM). – ISBN 978-5-317-05800-5.