

Характер агентской проблемы при инвестировании средств рядовых неквалифицированных инвесторов

Достойное обеспечение в старости является одной из ключевых проблем любой национальной экономики. В настоящее время наблюдается кризис не только государственной системы пенсионного обеспечения, но и альтернативных рыночных моделей пенсионных накоплений. Особенно остро данная проблема стоит в России, для которой характерна не только стагнация института классических государственных пенсий, но также слабое развитие рыночных институтов пенсионных накоплений. Тем не менее ориентация граждан на формирование собственных пенсионных программ представляется неизбежной уже сейчас с точки зрения государства, а со временем будет осознаваться все большей частью населения. В этой связи все большую актуальность приобретает создание современной институциональной среды инвестирования средств рядовых неквалифицированных инвесторов. Ключевыми участниками формирования данной среды становятся государство и профессиональное сообщество (доверительные управляющие, управляющие компании фондов, информационные и рейтинговые агентства, профессиональные медиа и т. д.). Учитывая специфику рядовых инвесторов, в большинстве стран государство вводит соответствующую категорию «неквалифицированные инвесторы», для которых возможности инвестирования ограничены лишь высоколиквидными рынками (например, биржевые рынки). Как показывают многолетние исследования, наиболее оправданной стратегией на данных рынках (с высокой информационной эффективностью) является пассивное инвестирование с максимально широкой диверсификацией (индексное инвестирование). Однако данная стратегия не отвечает интересам большинства участников инвестиционной индустрии – в настоящее время доминирует т. н. активный подход к управлению активами на основе различных методов инвестиционного анализа. Это позволяет максимизировать доход профессиональных участников рынка, но совсем не обязательно максимизирует доход инвесторов. Указанный конфликт интересов в настоящее время слабо осознается большинством рядовых инвесторов, но именно он составляет основу агентской проблемы при инвестировании на высокоэффективных рынках. Выявление данной проблемы позволяет определить основные направления ее преодоления или минимизации.

Ключевые слова: инвесторы; неквалифицированные инвесторы; квалифицированные инвесторы; эффективный рынок; бенч-марк; активное управление; пассивное управление; фундаментальный анализ; технический анализ; инвестиционный фонд; управляющие активами; управляющая компания; эффективность рынка; индексное инвестирование; индексный фонд; Exchange Traded Fund (ETF); менеджеры; агентская проблема; оппортунизм менеджеров.

Введение. Обеспечение достойного материального обеспечения населения в старости относится к числу важнейших социально-политических проблем и задач любой национальной экономики. Диапазон вариантов решения данной проблемы широк, но с точки зрения глобальных экономических отношений представляет собой комбинацию возможных ответов на два принципиальных вопроса: 1) кто несет основную ответственность за достойную старость – государство или сами домохозяйства? и 2) каков основной механизм финансирования – за счет накоплений (накопительная модель) или за счет солидарной ответственности поколений (распределительная модель)? Предложенная схематизация несколько отлича-

*Александр Альбертович Мецгер, канд. техн. наук, доцент, генеральный директор ЗАО «Управляющая компания» (г. Екатеринбург).

ется от традиционного подхода, когда понятие «достойная старость» автоматически трансформируется в понятие «достойная пенсия», воспринимаемая в массовом сознании (во всяком случае, в нашей стране) как выплаты государством по достижении пенсионного возраста. Единственным спорным моментом является лишь сам механизм государственного финансирования – за счет солидарной ответственности поколений или за счет накоплений через систему государственного пенсионного обеспечения.

В то же время прекрасно известны альтернативные формы материального обеспечения в старости, при которых участие государства минимально или даже полностью отсутствует. Другими словами, основная тяжесть решения данной проблемы смещена в сторону самого домохозяйства. Однако и в данном случае мы имеем дело с теми же двумя механизмами – солидарной ответственностью поколений или формированием индивидуальных накоплений каждым поколением домохозяйства.

Естественным образом, первым исторически известным вариантом была солидарная ответственность в семье, предполагающая наличие социальной поддержки двух и более поколений. Несмотря на кажущуюся патриархальность данного варианта, он при определенных социальных условиях являлся и является вполне устойчивым. До самого недавнего времени устойчивость подобной модели демонстрировала такая гигантская социально-экономическая общность, как Китай. Разумеется, надо признать, что в настоящее время эта устойчивость во много поколеблена процессами урбанизации и не в последнюю очередь проводимой долгие годы политикой «одна семья – один ребенок».

Другим примером, когда государство в значительной мере устраняется от непосредственного формирования пенсионных выплат своим гражданам, является США. Однако в данном случае мы имеем дело не с солидарным (распределительным), а, напротив, с накопительным механизмом, когда каждое поколение домохозяйства формирует достаточный объем активов, обеспечивающих достойный уровень потребления в старости.

Дискуссии о преимуществах той или иной модели финансирования в старости, по-видимому, будут продолжаться, но они ни в коем случае не приведут к окончательному и единственному варианту. Можно лишь высказать самые общие предположения. Во-первых, наиболее устойчивыми будут модели, в которых ответственность в той или иной пропорции будет распределена между государством и самими домохозяйствами. Во-вторых, сокращение доли участия государства неизбежно должно компенсироваться механизмами увеличения ответственности самих домохозяйств. И наконец, третье – сокращение доли участия государства и одновременный перевод этого участия в режим *распределительной (солидарной) модели* финансирования будет подталкивать домохозяйства к формированию *накопительной модели* финансирования. Именно этот процесс в значительной мере оформляется в настоящее время в России, и можно лишь ожидать его дальнейшей активизации.

Реализация домохозяйствами накопительной модели финансирования неизбежно будет выводить на первый план системные проблемы инвестирования средств рядовых неквалифицированных инвесторов. При этом данные проблемы не сводятся к таким традиционным вопросам, как мотивация граждан к вопросам инвестирования, защита их от недобросовестности профессиональных участников и расширение круга финансовых инструментов и финансовых услуг. Более того, даже эти традиционные вопросы получают новое осмысление и звучание.

В данной статье предпринимается попытка рассмотреть проблематику инвестирования средств рядовых домохозяйств с точки зрения инструментов корпора-

тивного управления, в том числе с позиции одного из ключевых элементов данного управления – **агентской проблемы** и механизмов ее разрешения. В классическом корпоративном управлении данная проблема рассматривается в контексте взаимоотношений собственников (принципалов) и менеджеров (агентов) компании. Информационная асимметрия указанных субъектов, определенные различия в понимании или осознании ими своих интересов – всё это создает основу для проявления т. н. **оппортунизма менеджеров** – отказа или уклонения от достижения актуальных для принципалов целей. При отсутствии механизмов разрешения агентской проблемы оппортунизм менеджеров выходит из-под контроля, что ставит под угрозу на микроуровне существование отдельной корпорации, а на макроуровне дееспособность самого механизма трансформации сбережений в инвестиции.

Одним из наиболее значимых механизмов корпоративного управления в любой модели является регулирование и контроль указанных процессов со стороны **государства**. Именно государство на законодательном уровне и через систему иных нормативных актов в разумных пределах ограничивает свободу действий менеджеров, вводит систему контроля их деятельности и ответственности за соответствующие нарушения.

Отталкиваясь от данной схемы, можно рассматривать рядовых инвесторов как принципалов, по отношению к которым агентами выступают субъекты финансовой индустрии (управляющие активами, менеджеры фондов, инвестиционные консультанты и т. д.). Государство, в свою очередь, обеспечивает защиту интересов класса подобных инвесторов, выделяя их в особую группу – «неквалифицированные инвесторы». Главной целью такой дифференциации становится ограничение рынка доступных объектов и инструментов инвестирования. Учитывая специфику неквалифицированных инвесторов, в число подобных инструментов входят лишь те, которые характеризуются минимальным уровнем риска и максимальным уровнем ликвидности. Так, на российском рынке коллективных инвестиций неквалифицированным инвесторам доступны лишь два типа фондов: фонды рыночных финансовых инструментов и фонды недвижимости [6; 7; 11]. Причем строго ограничен перечень объектов инвестирования активов, допускаемых в состав активов указанных фондов. Например, для фондов финансовых инструментов подобными активами могут быть лишь ценные бумаги, допущенные к организованному торгам на биржах.

Признавая абсолютную правильность подобного рода ограничений для неквалифицированных инвесторов, нельзя не отметить, что они сужают поле рыночных возможностей исключительно до рынков с **высокой степенью информационной эффективности** (например, классический биржевой рынок). Проще говоря, государство определяет «место», доступное для инвестирования средств неквалифицированных инвесторов («эффективный рынок»), но не ограничивает варианты способов и подходов к осуществлению данного инвестирования. Именно это обстоятельство, по нашему мнению, формирует одну из пока еще слабо осознаваемых, но базовых проблем во взаимоотношениях между собственно инвесторами и индустрией финансового рынка.

В настоящее время существует два основных, в значительной мере антагонистических, варианта стратегии действий на инвестиционных рынках:

- **активная стратегия** – осознанный, рациональный выбор ограниченного числа активов из некоего рыночного множества и осуществление операций с данными активами, обеспечивающими прирост стоимости портфеля активов выше среднерыночного;
- **пассивная стратегия** – формирование портфеля активов из полного рыночного множества и в соответствии с его структурой и осуществление операций

с данными активами лишь в случае изменения модельной структуры рыночного множества.

Отметим, что противоречия данных стратегий имеют не экзистенциальный, а диалектический характер и, по мнению автора, вполне разрешаются, но не в прямом противопоставлении, а с учетом характера рынка. В качестве ключевой характеристики рынка и выступает степень его информационной эффективности. Так, например, активная стратегия инвестирования вполне и уверенно превосходит свою «пассивную» альтернативу на слабоэффективных рынках (компании малой капитализации, венчурные и инновационные рынки и т. д.). Но на эффективных рынках именно пассивная стратегия обеспечивает наиболее полное достижение целей и задач инвесторов [8]. Однако, к сожалению, именно активная стратегия по-прежнему доминирует на указанных рынках, энергично продвигается финансовой индустрией. Именно в этом, по мнению автора, проявляется особенность «агентской проблемы» во взаимоотношениях неквалифицированных инвесторов и индустрией финансовых посредников. Попытке выявления данной проблемы, а в конечном счете, и оценке возможных направлений по ее преодолению и посвящен дальнейший материал данной статьи. Еще раз подчеркнем, что в центре нашего анализа находится исключительно эффективный рынок и проблема именно неквалифицированных инвесторов!¹

Каждая из существовавших, существующих или ожидающих своего «открытия» стратегий активного инвестирования представляет собой реализацию одного из двух базовых походов к обоснованию инвестиционных решений: фундаментального или технического анализа.

Фундаментальный анализ основан на выявлении недооцененных активов (например, акций конкретных компаний) путем определения значимых с точки зрения данного анализа показателей или их сочетаний. К числу наиболее известных показателей относятся: «цена акции к прибыли на акцию» (*price-earnings-ratio*), «цена акции к балансовой стоимости акции» (*price-book-ratio*), «цена акции к выручке на акцию» (*price-sales-ratio*), «дивидендная доходность» (*dividend-yield*), «рентабельность собственного капитала» (*return one quity*) и ряд других. Методологическое противоречие, содержащееся в фундаментальном анализе, можно выразить как **одновременное отрицание и признание** эффективности финансовых рынков. Только **отрицание эффективности** рынка позволяет конкретному инвестору рассчитывать на выявление недооцененного актива, т. е. актива, цена которого не соответствует состоянию среднерыночного равновесия. Однако приобретение актива незамедлительно требует **признания эффективности** рынка – множество остальных участников рынка (инвесторов) должны осознать наличие ценовой аномалии, а последующее повышение спроса на данный актив – вывести его цену на справедливый уровень. Разрешение данного противоречия возможно лишь путем признания за инвестором особой компетенции (например, информационного преимущества), что вновь входит в противоречие с информационной эффективностью рынка².

Бенджамин Грэхем (*Benjamin Graham*) – основатель современной школы фундаментального анализа – в одном из своих интервью, незадолго до смерти в 1975 году, говорил: «Я не являюсь сторонником сложных техник анализа ценных

¹ Как показано в работе [5], активный подход к инвестированию имеет существенные преимущества на неэффективных рынках, но эти преимущества формируются для квалифицированных инвесторов и во многом благодаря их компетенциям.

² В определенном смысле эта ситуация аналогична известному мысленному эксперименту, известному как «демон Максвелла». Данный эксперимент доказывает, что в замкнутых термодинамических системах снижение энтропии возможно лишь за счет включения в данную систему дополнительного внешнего источника энергии (информации), подпитывающего действия «демона».

бумаг для идентификации шансов получения прибыли. Возможно, это было оправданно 40 лет назад, когда впервые была опубликована моя книга [о фундаментальном анализе ценных бумаг³]. Однако обстоятельства изменились <...> Сегодня я сомневаюсь, может ли дополнительная доходность [от применения фундаментального анализа] оправдать затраты [на его проведение]. Сейчас я стою на стороне школы эффективности рынка⁴.

Технический анализ на первый взгляд лишен противоречий, характерных для фундаментального анализа. Данный подход к принятию инвестиционных решений полностью исключает определение каких-либо финансово-экономических показателей конкретных компаний и их рыночных перспектив. Основное внимание в данном случае сосредоточено на определении дальнейшей динамики движения цен анализируемого актива на основе анализа изменения цен и/или объема торгов по данному активу в недавнем или относительно недавнем прошлом. Стронники технического анализа не претендуют, как правило, на научную обоснованность используемых моделей. Лишь в некоторых случаях звучат намеки на отражение в данных моделях массового сознания «толпы» неискушенных инвесторов – не искушенных, в первую очередь, в практиках самого технического анализа. Овладение подобными практиками, напротив, переводит инвестора в разряд «посвященных», общающихся между собой на магическом языке «линий сопротивления и поддержки», «психологически важных отметках», сформировавшихся «фигурах» и т. д. Академическая наука достаточно давно поставила диагноз бесплодности технического анализа как основы получения устойчивой доходности. В качестве примера можно привести работу И. Фанга (*Jiali Fang*) и др. [19], в которой на историческом горизонте более ста лет и на крупнейшем рынке американских акций проведен анализ эффективности 93 технических индикаторов. Результат в очередной раз подтвердил отсутствие какого-либо положительного эффекта от применения методов технического анализа, которое нельзя было бы объяснить влиянием случайности.

Конечно, известны подходы, основанные на сочетании фундаментального и технического анализов. В наиболее упрощенном виде возможный вариант такого совмещения представляет как выбор: 1) *объекта* покупки на основе фундаментального анализа, а 2) *момента* покупки – на основе технического анализа. «Красивая» стилистика такого совмещения рассмотренных подходов не устраняет, а лишь усиливает их исходную ограниченность или даже недееспособность.

Разумеется, критика активного подхода на эффективных рынках не основана лишь на логических умозаключениях. Отрицательная доходность активных стратегий по отношению к доходности целевых рынков подтверждается многочисленными объективными исследованиями в самых различных разрезах: по классам активов, по странам, по различным временным отрезкам – инвестиционным горизонтам от пяти лет и более [1; 2; 3; 12; 13; 14; 16; 17; 22]. Кроме того, уже более пятнадцати лет агентство *Standard&Poor's* с полугодовой периодичностью приводит сравнение доходностей инвестиционных фондов различных категорий с доходностями соответствующих целевых рынков. Это позволяет на объективной основе определить долю фондов с активным управлением, которые «проигрывают» своим целевым бенч-маркам (табл. 1).

³ Б. Грэхем упоминает свою первую значимую работу, изданную в 1934 году соавторстве с Дэвидом Доддом (*David Dodd*) «Анализ ценных бумаг» (*Security Analysis*) [5]. Еще большее значение для развития фундаментального анализа получила опубликованная Б. Грэхемом в 1949 году книга «Разумный инвестор» (*The Intelligent Investor*) [4].

⁴ Цит. по: [21, с. 128–129].

Таблица 1

Доля инвестиционных фондов с активным управлением, которые показали доходность ниже средней доходности своего целевого рынка, %⁵

Категория фондов (доминирующий класс активов)	Период сравнения	
	июль 2012 – июнь 2017 (пять лет)	июль 2007 – июнь 2017 (десять лет)
Европейские инвестиционные фонды		
Фонды акций компаний Еврозоны	85,8	89,2
Фонды акций компаний Германии	72,5	78,6
Фонды акций компаний США	96,9	98,2
Фонды акций компаний развивающихся стран	90,9	96,7
Инвестиционные фонды США		
Фонды государственных облигаций США	100	95,4
Фонды облигаций компаний США с высокой доходностью (<i>Junk-Bonds</i> – «мусорные облигации»)	91,0	97,5
Фонды государственных облигаций развивающихся стран	90,2	76,5
Фонды недвижимости	85,2	82,0
Фонды акций компаний США малой капитализации (<i>Small-Cap</i>)	93,8	94,1

Одним из самых глубоких исследований эффективности активного подхода к инвестициям является работа американского экономиста Марка Кархарда (*Mark Carhart*) [15], в которой анализируются доходности активно управляемых американских фондов акций в период 1961–1995 гг. Одним из впечатляющих выводов данного исследования является следующий факт: более 94 % активно управляемых фондов продемонстрировали за данный период доходность ниже своего бенч-марка. Другое исследование, выполненное Юджином Фамой (*Eugene Fama*) совместно со своим коллегой Кеном Френчем (*Ken French*) для аналогичного американского рынка, но уже за период 1984–2006 гг., показало идентичные результаты: лишь три процента менеджеров активно управляемых фондов акций смогли продемонстрировать доходность, превышающую среднюю доходность своих целевых рынков [18]. Но даже для этого, более чем скромного, числа успешных фондов не может быть полностью исключена вероятность случайного везения.

Следует обратить внимание, что во всех случаях речь идет об оценке доходности именно инвестиционных фондов, а не о доходности инвесторов этих фондов. Для них ситуация выглядит еще более незавидной. Дело в том, что большинство инвесторов подобных фондов действуют «проциклично» – приобретают ценные бумаги фондов, которые демонстрировали в последние два-три года результаты выше средних по рынку («инвестиции в положительную репутацию») и продают ценные бумаги в обратной ситуации («деинвестиции из отрицательной репутации»). В результате подобной «рациональной» селекции инвесторы всё время остаются в системном проигрыше, поскольку лидеры и аутсайдеры среди управляющих фондами все время меняются, срок лидерства конкретной управляющей компании на рынке редко превышает один-два года. Этот достаточно очевидный, но с трудом воспринимаемый эффект подтверждается, например, в исследовании Г. Фрисена (*Geoffrey Friesen*) и Т. Саппа (*Travis Sapp*) [20]. В работе показано, что в период 1991–2004 гг. средняя доходность инвесторов американских фондов акций составила 6,1 % годовых при средней доходности самих фон-

⁵См.: [21, s. 15].

дов за этот же период 7,7 % годовых. Интересно отметить, что рыночная доходность за указанные годы составила 12,3 % годовых!

Таким образом, кажущаяся рациональность инвестиций в лидеров рынка не только не обеспечивает повышения итоговой доходности инвесторов, но и демонстрирует результат ниже среднего по рынку. В работе [21] приводятся следующие данные по «стабильности» результатов лидеров рынка среди управляющих фондами (табл. 2).

Таблица 2

Устойчивость сохранения лидерства инвестиционными фондами в последующие годы⁶

	1-й год (12 месяцев до марта 2013 г.)	2-й год (12 месяцев до марта 2014 г.)	3-й год (12 месяцев до марта 2015 г.)	4-й год (12 месяцев до марта 2016 г.)	5-й год (12 месяцев до марта 2017 г.)
Лучшая четверть 1-го года (585 фондов), %	100	25,6	4,1	0,5	0,3

Как мы видим, на второй год позицию в числе лучших фондов сохраняет лишь чуть более четверти исходных лидеров, сохранение лидерских позиций в течение трех лет доступно лишь 4,1 % от числа первоначальных лидеров и т. д. В течение четырех лет стабильное лидерство смогли сохранить лишь 0,3 % от числа первоначальных лидеров.

Объем аналогичных российских исследований, безусловно, скромнее. Тем не менее можно привести в качестве примера работу [10], в которой оценивается эффективность стратегий, ориентированных на лидеров или аутсайдеров предыдущего периода. Результаты анализа за период с 2002-го по 2010 год показывают, что портфели, составленные из аутсайдеров прошлого года, приносили большую доходность.

Еще раз подчеркнем, что представленные результаты отражают лишь малую долю тех исследований, которые подтверждают отсутствие какой-либо «премии» при использовании активного подхода к инвестированию на эффективных рынках. В то же время по-прежнему значительная или даже преобладающая часть неквалифицированных инвесторов предпочитает именно активный стиль управления своими активами. В основе этого устойчивого заблуждения лежит ряд факторов [21]:

1. **Психология и жизненный опыт самих инвесторов.** Для большинства рядовых неискушенных инвесторов смысл инвестиций заключается в поиске вариантов «выгодных вложений». В свою очередь, весомость данного результата ставится естественным образом в зависимость от объема предпринимаемых усилий, обобщений экспертных оценок, энергичных поисков вариантов решений. Концепция «вознаграждение за упорный труд» – одна из краеугольных в культуре современного общества, и отказ от нее в частном случае личных инвестиций вызывает эмоциональное отторжение у рядовых инвесторов.

2. **Рекомендации со стороны представителей финансовой индустрии.** Профессиональное сообщество (финансовые консультанты, управляющие активами, менеджеры фондов, биржевые площадки и пр.) в своей массе заинтересовано в максимально интенсивных операциях инвесторов. В основе лежит, с одной стороны, очевидное желание максимизировать различные комиссионные доходы. С дру-

⁶ Под лидерством понимается позиция в лучшей четверти (квартили – 25 %) из всех фондов по демонстрируемой фондом доходности.

гой стороны, имеет место более глубокое расхождение инвестиционных горизонтов профессиональных участников и самих инвесторов. Для первых этот горизонт во многих случаях обусловлен формальными датами представления отчетности – профессиональные участники, даже конкурируя между собой, все время устраивают «забеги на короткие дистанции» и вовлекают в этот ритм и самих инвесторов. Для последних, напротив, большее значение имеет именно «стайерский результат» – фактическая доходность на существенно больших инвестиционных горизонтах.

3. Информационное давление со стороны массмедиа. Тема личных финансов и инвестиций традиционно является одной из горячих тем, привлекающих аудиторию печатных, теле- радио-, а в последние годы и интернет-СМИ. Бизнес-задача удержания данной аудитории, ее расширения объективно диктует необходимость поддержания информационного шума, а желательно, и частой смены событий, разворота трендов, сенсационных прогнозов и экспертных оценок, открывающихся уникальных возможностей и т. д.

Конечно, сами по себе ни профессиональное сообщество, ни медиа не могли бы вовлечь инвесторов в активную гонку за повышенной доходностью, если бы на их стороне не играли собственные, не самые лучшие, качества и самих инвесторов: жадность, зависть, нетерпеливость, инертность и легковерие.

В таблице 3 отражены основные различия между активным и пассивным подходом к инвестированию. Еще раз напомним, что в данном случае речь идет о приложении указанных подходов именно к эффективным рынкам. Поэтому очевидные недостатки или, правильнее сказать, ограниченности активного подхода становятся его достоинствами или открывают новые возможности на рынках с низкой степенью эффективности.

Таблица 3

Сравнительный анализ активного и пассивного подходов к инвестициям на ликвидных рынках капитала⁷

Активное управление активами	Пассивное управление активами
Ключевая идея	
Рынки капиталов не являются эффективными. Получение сверхрыночной доходности (<i>Outperformance</i>) возможно для инвесторов, обладающих определенными знаниями и компетенциями	Рынки капиталов настолько информационно эффективны, что сверхрыночная доходность (<i>Outperformance</i>) для частного инвестора с учетом рисков, издержек и налогов является делом случая
Цель	
Превзойти среднерыночную доходность с учетом рисков и издержек	Обеспечить среднюю доходность по определенному рынку активов при минимально возможных издержках и налогах
Отношение к взаимозависимости риска и доходности	
Инвесторы (управляющие активами, финансовые консультанты) способны повысить отношение доходности к риску инвестиций на основе надежных и правильных прогнозов: доходность повышается на основе оценок экспертов («гуру»), обладающих специфическими, уникальными знаниями	Инвесторы (управляющие активами, финансовые консультанты) не могут рассчитывать на стабильный рост отношения доходности к риску: доходность является не результатом оценок экспертов («гуру»), а вознаграждением за принятие ожидаемого риска инвестиций

⁷ В данном случае сознательно используется термин «ликвидный» а не «эффективный» рынок, поскольку активный подход по своей природе отказывает данным рынкам в эффективности.

Восприятие доходности	
вознаграждение за профессионализм (знания и компетенции)	вознаграждение за принятие риска (компенсация за риск, за «болезненность» риска)
Восприятие рынка	
Рынок воспринимается как противник, который должен быть побежден	Рынок рассматривается как союзник
Инвестиционное мировоззрение	
Поиск «выигрышных» инвестиций (<i>Jackpot-Investments</i>) – инвестиций с высокой доходностью при ограниченном риске	Осознанное принятие риска, который должен быть компенсирован: уклонение от принципиально не диверсифицированных рисков, за которые рынок не предлагает дополнительную компенсацию («премию»)
Форма практической реализации	
Спекулятивные, основанные на прогнозах инвестиции. Инвесторы (управляющие активами) реализуют частые покупки и продажи на основе выявления оптимальных моментов времени «входа» на конкретный рынок или покупки/продажи конкретного актива (<i>Market Timing</i>) или недооцененных активов (<i>Asset Picking</i>)	Нейтральные по отношению к рынку инвестиции. Инвесторы (управляющие активами) покупают «весь рынок». Покупки и продажи осуществляются лишь при возникновении дополнительных денежных потоков или с целью ребалансировки портфеля (адаптации структуры портфеля к изменению целевого индекса, стратегических предпочтений инвестора и т. д.)
Ключевая идея инвестиционного процесса	
Реализация одного из вариантов определения оптимальных моментов покупки/продажи активов (<i>Market Timing</i>) или поиска недооцененных/переоцененных активов (<i>Asset Picking</i>)	Стратегическое фиксирование (следование) определенному рынку активов (отказ от <i>Market Timing</i> и <i>Asset Picking</i>)
Отношение к текущей рыночной ситуации	
Рыночная ситуация уникальна и требует быстрого специфического реагирования	Рыночная ситуация воспринимается как «все это уже было, но только хуже» – инвесторы полностью независимы от текущих рыночных процессов
Степень диверсификации	
Неизбежно низкая – ограничена «знакомыми активами на родной территории»	Максимально широкая, как по классам активов, так и по территориям
Уровень управления соотношением доходности и риска	
Доходность и риск анализируются в значительной или полной мере на уровне отдельного актива	Доходность и риск анализируются исключительно на уровне интегрального портфеля
Основные факторы, учитываемые при максимизации доходности к риску	
Большое число постоянно изменяющихся факторов, влияние которых на итоговую доходность, как правило, не имеет строгого научного подтверждения	Небольшое число строго контролируемых факторов: определенный рынок активов; издержки инвестиций; налоги
Квалификация, необходимая для реализации инвестиционного подхода	
Квалификация индивидуально-специфическая – то, что конкретный инвестор субъективно считает уместным в каждом конкретном случае	Исключительно научный фундамент инвестиционного подхода – используются зависимости, подтвержденные многократными и многолетними исследованиями
Транспарентность с точки зрения инвестора	
Низкая – при делегировании решений экспертам или управляющим активами практически всегда возникает проблема «черного ящика» (<i>Black-Box Problem</i>)	Высокая – все инвестиционные активы принадлежат понятному рынку, образуют известный индекс и максимально прозрачны

«Группы поддержки» инвестиционного подхода	
Управляющие активами, менеджеры фондов, банки, инвестиционные консультанты, инвестиционные и финансовые медиа-издания	Научное сообщество, ограниченное число инвестиционных консультантов и/или робо-эдвайзеров (<i>Robo-Advisor</i>) ⁸
Уровень распространенности среди неквалифицированных инвесторов	
Высокий. Как правило, инвесторы реализуют «активный» подход к инвестированию, даже если не считают себя «активными» инвесторами	Низкий
Признание в инвестиционном сообществе	
Подход кажется интуитивно логичным, соответствует господствующему мнению и внутреннему ощущению инвесторов	Подход противоречит преобладающему мнению, интуиции многих инвесторов и, во всяком случае первоначально, их внутренним ощущениям
Инвестиционный горизонт	
Как правило, нечетко определен во времени. Каждый инвестор (эксперт, консультант, управляющий активами) понимает его по-своему и изменяет по мере изменения рыночной ситуации. В результате «инвестиционный горизонт» превращается в период времени «до следующей продажи»	Инвестиционный горизонт – 1) ожидаемое время до предстоящей крупной или очень крупной потребности в денежных средствах или 2) в течение всей жизни инвестора – изменения структуры инвестиций лишь при значимых изменениях отношения инвестора к риску
Степень сложности	
Как правило, высокая	Низкая
Моменты продажи отдельных активов	
Постоянно, в соответствии с реализуемой активной стратегией	Последовательная реализация стратегии «купил и держи» (<i>Buy-and-Hold</i>). Продажи только в случае: 1) крупных запланированных или непредвиденных потребностей в денежных средствах, 2) для ребалансировки портфеля активов в соответствии с изменением отношения инвестора к риску
Уровень сопутствующих, в том числе скрытых, издержек	
Высокий. В силу эффекта сложных процентов возрастает негативное влияние сопутствующих издержек, которое не осознается большинством инвесторов или умалчивается со стороны финансовой индустрии	Низкий. Негативное влияние эффекта сложных процентов от сопутствующих издержек полностью признается, но именно поэтому минимизируется
Минимизация налогов	
Не является приоритетной задачей. Первоочередной целью становится максимизация дохода до налогообложения	Имеет высокое значение – целенаправленно используются налоговые льготы от долгосрочного удержания активов
Затраты времени	
Значительные временные издержки на постоянный мониторинг рынка и частное осуществление торговых операций	Издержки времени минимальны – не требуется ни проведения мониторинга рынка, ни частого осуществления торговых операций

⁸ Автоматизированный «финансовый консультант» (автоматизированная платформа), которая с минимальным вмешательством человека, на основе математических алгоритмов, предоставляет финансовые консультации и сервис по созданию и управлению инвестиционным портфелем. При пассивном управлении портфелем обеспечивается строгое соответствие инвестиционного портфеля целевому индексу (бенч-марку).

Вероятность болезненных неожиданностей от действий управляющих активами, рыночных событий (<i>Manager-Risk, Event-Risk</i>)	
Высокая	Низкая – риск действий управляющих активами отсутствует, а риск рыночных событий существенно ниже, чем при активном управлении
Приоритетная задача инвестиционных консультантов и/или управляющих	
Максимально частое обнаружение инвестиционных возможностей для получения сверхрыночной доходности	Избегание ошибок, которые могут быть совершены – следование заповеди «не навреди»
Требования к дисциплинированности инвесторов	
Низкие	Высокие
Риск отклонения от реферированного мнения («консенсуса»)	
Низкий – доходности изменяются относительно параллельно экспертным ожиданиям в медиапространстве «своей референтной группы» (<i>Peer-Group</i>) относительно «своего рынка» (<i>Home Bias</i>)	Высокий – доходности отклоняются как в большую сторону, так и в меньшую, поскольку в портфеле отсутствует упор на «свой рынок» или ориентация на «свою референтную группу»
Реальная долгосрочная доходность среднего инвестора	
от 1,5 до 5 процентных пунктов ниже среднерыночной доходности	от 0,5 до 0,9 процентных пункта ниже среднерыночной доходности
Психологическая нагрузка инвесторов и степень «душевного равновесия»	
Регулярные психологические перегрузки. «Душевное равновесие» характерно лишь для периодов, когда движение рынка соответствует прогнозным оценкам и принятым инвестиционным решениям	Низкая психологическая нагрузка и практически постоянное «душевное равновесие». Исключение лишь в первоначальный период осознания философии и практической целесообразности инвестиционного подхода

Заключение. Проведенный анализ убедительно свидетельствует о наличии институциональной проблемы в случае инвестирования средств рядовых инвесторов. Верно ограниченный для данных инвесторов нормативными положениями рынок (ликвидных, низкорисковых активов), тем не менее, позволяет реализовывать на нем стратегии, которые не в полной мере отвечают их интересам. Эту ситуацию вполне успешно использует профессиональная индустрия финансового и инвестиционного рынков, предлагая неискушенным инвесторам активный подход к управлению их активами. Однако уже сегодня в странах с развитыми финансовыми рынками, относительно высокой финансовой грамотностью населения данная проблема в значительной мере осознается. Об этом свидетельствует глобальное перераспределение средств инвесторов из фондов с активным управлением в индексные фонды, и в первую очередь в т. н. «биржевые фонды» – *ETF* (*Exchange Traded Fund*). Структура активов *ETF* повторяет структуру выбранного базового индекса, а ценные бумаги данного фонда торгуются на бирже. Благодаря своей конструкции фонд обеспечивает максимальную ликвидность собственных ценных бумаг, максимальное соответствие рыночной доходности по целевому рынку и минимальные издержки на управление.

К сожалению, в нашей стране подобные продукты представлены исключительно слабо. Первые, и до недавнего времени единственные, биржевые фонды в России предлагала лишь одна управляющая компания *FinEx*⁹. Отрадно, что роль лидера в данных продуктах готовы взять на себя Управляющая компания

⁹ См.: <http://finex-etf.ru/faq>

«Сбербанк Управление Активами» совместно с *Sberbank CIB*. Ими готовится к запуску биржевой фонд (*ETF*), который будет отслеживать динамику индекса Мосбиржи, а портфель фонда включать акции 46 крупнейших российских компаний. Кроме того, до конца 2018 года планируется формирование еще двух *ETF* – облигационного и на индекс *S&P500* [9].

В заключение скажем о возможных направлениях преодоления рассмотренной «агентской» проблемы инвестирования средств рядовых инвесторов. Как известно, простые решения сложных проблем в итоге оказываются ложными или даже приводят к отрицательному результату. Поэтому автор далек от мысли рекомендовать запрет на использование методов активного управления средствами неквалифицированных инвесторов. Менее эффективной, но более действенной может стать целенаправленная работа по повышению финансовой грамотности населения, в том числе ориентация сознания инвесторов не на повышение текущей доходности инвестиций, демонстрируемой управляющим или инвестиционными фондами, а на снижение совокупных издержек, связанных с процессом инвестирования. Именно по этому пути идет регулятивная практика в развитых странах, в которых особое внимание уделяется раскрытию совокупных издержек инвестирования, в частности, в инвестиционных фондах. Например, в США и странах Евросоюза уже с давних времён управляющие компании фондов обязаны раскрывать показатель общего уровня расходов (*Total Expense Ratio, TER*). Это не только расходы по управлению (*management fee*), но и суммарный показатель, включающий все расходы фонда (оплата услуг депозитария, аудитора, комиссии биржи и т. д.). Осознание инвесторами важности именно этого показателя неизбежно должно запустить соответствующий механизм конкуренции в самой индустрии финансового рынка, и в первую очередь среди менеджеров фондов и управляющих активами. Снижение издержек, в свою очередь, объективно вынудит последних к снижению активности инвестиционных операций, избыточно затратных, а самое главное, бессмысленных на эффективных рынках капитала.

Литература

1. Богл Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2013.
2. Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014.
3. Богл Д. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке : пер. с англ. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013.
4. Грэхем Б. Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию. – М. : Альпина Паблишер, 2018. – 568 с.
5. Грэхем Б., Додд Д. Анализ ценных бумаг. – М. : Вильямс, 2016. – 880 с.
6. Мецгер А. А. Изменения требований к составу и структуре активов паевых фондов: начало новой эры? // Россия между модернизацией и архаизацией: 1917–2017 гг. : материалы XX Всероссийской научно-практической конференции Гуманитарного университета : в 2 т. – Т. 2. – Екатеринбург : Гуманитарный университет, 2017. – С. 28–36.
7. Мецгер А. А. Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2017. – № 3 (71). – С. 53–65.
8. Мецгер А. А. Стратегии управления активами инвестиционных фондов с точки зрения теории транзакционных издержек и корпоративного управления // Вестник Гуманитарного университета. – 2017. – № 4 (19). – С. 6–15.
9. Сбербанк создает новый инструмент для инвестиций. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/05/29/771097-sberbank-sozdaet-novii>
10. Сирунян М. Л. Сравнительный анализ инвестиционных стратегий, основанных на прошлых движениях цен в условиях российского фондового рынка // Учет и статисти-

ка. – Ростов н/Д : Ростовский государственный экономический университет «РИНХ». – 2011. – Т. 2, № 22. – С. 79–86.

11. Указание Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

12. Barras L., Scaillet O., Wermers R. False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimating Alphas // *Journal of Finance*. – 2008. – Vol. 65, № 1.

13. Bhattacharya U., Hackethal A., Loos B., Meyer S. Abusing ETFs // SSRN. – 2014. – November 22. – URL: <http://ssrn.com/abstract=2022442>.

14. Bogle J. The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse? // *Financial Analysts Journal*. – 2005. – Vol. 61, № 6.

15. Carhart M. On Persistence in Mutual Fund Performance // *Journal of Finance*. – 1997. – March. – Vol. 52, Issue 1.

16. Clare A., Motson N. Do UK retail investors buy at the top and sell at the bottom? // SSRN. – 2010. – September 5. – URL: https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/003/69933/Do-UK-retail-investors-buy-at-the-top-and-sell-at-the-bottom.pdf.

17. Frazzini A., Lamont O. Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 88.

18. Fama E., French K. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns // *The Journal of Finance*. – 2010. – October. – Vol. 65, Issue 5.

19. Fang J., Jacobsen B., Qin Y. Technical Market Indicators : An Overview // SSRN. – 2014. – June 12. – URL: <http://ssrn.com/abstract=2449344>.

20. Friesen G., Sapp T. Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability // *Journal of Banking and Finance*. – 2007. – Vol. 31.

21. Kommer G. Souverän investieren mit Index fonds & ETF. Wie Privatanleger das Spiel gegen die Finanzbranche gewinnen. – 5, vollständig aktualisierte Auflage. – Campus Verlag GmbH, 2018. – S. 128–129.

22. Pakula D., Wimmer B., Wallick D. Quantifying the impact of chasing fund performance // Vanguard Research note. – 2014. – July. – URL: <https://ru.scribd.com/document/236535631/Vanguard-Quantifying-the-impact-of-chasing-fund-performance>

Alexander Al'bertovich Metzger,

Candidate of Engineering, Associate Professor,

Director General of ZAO «Upravlyauschaya companya» (Ekaterinburg)

The Nature of the Agency Problem of Investment of Funds of Ordinary Unqualified Investors

The problem of decent provision in old age is one of the key problems of any national economy. Now there is a crisis not only of state pension system, but also of alternative market models of pension savings. This problem is especially acute in Russia, which is characterized not only by stagnation of the institution of classical state pension, but also by the weak development of market institutions of pension savings. Nevertheless, the orientation of citizens to the formation of their own pension programs seems inevitable from the state's point of view even now, and in due course will be realized by an increasing part of the population. In this regard, the creation of modern institutional environment for investment of funds of ordinary unqualified investors is becoming increasingly important. The key participants in the formation of this environment are the state and the professional community (trustees, fund management companies, information and rating agencies, professional media, etc.). Taking into account the specifics of ordinary investors, the state introduces the appropriate category of “unqualified investors” in most countries, for which the investment opportunities are limited only by highly liquid markets (for example, exchange markets). As long-term studies show, the best strategy in these markets (which has high information efficiency) is passive investment with the widest possible diversification (index investment). However, this strategy does not meet the interests of the majority of participants in the investment industry – currently there dominates so-called active approach to asset management based on various methods of investment analysis. This allows them to maximize

the income of professional market participants, but does not necessarily maximize the income of investors. This conflict of interests is currently poorly understood by most of ordinary investors, but it is the basis of agency problem of investment in highly efficient markets. The identification of this problem allows to determine the main directions for it's overcoming or minimization.

Key words: investors; unqualified investors; qualified investors; effective market; benchmark; active management; passive management; fundamental analysis; technical analysis; Investment fund; assets managers; Management Company; market efficiency; index investment; index fund; Exchange Traded Fund (ETF); managers; agency problem; opportunism of managers.