

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Р. О. Восканян

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Россия

В статье исследуется экономическая сущность институциональных инвесторов в двух аспектах: отличия от индивидуальных инвесторов и влияние на финансовую стабильность. В рамках изучения первого аспекта приводятся аргументы в доказательство того, что ключевое отличие институциональных инвесторов от индивидуальных заключается в получателе дохода от инвестиций. Для изучения второго аспекта анализируется российская и зарубежная научная литература, а также актуальные статистические данные, позволяющие классифицировать институциональных инвесторов по трем критериям: доля в акционерном капитале, горизонт инвестирования, источник формирования капитала. Данная классификация стала основой определения последствий реализации различными типами инвесторов права на выход и их влияния на финансовую стабильность. Автором сделано предположение, что институциональный инвестор одновременно может относиться к разным типам, что усиливает его влияние на финансовую стабильность за счет комбинирования возможных последствий реализации права на выход. Установлено, что в настоящее время миноритарные инвесторы не оказывают существенного влияния на финансовую стабильность, однако могут усиливать влияние мажоритариев (особенно институциональных инвесторов) на корпоративный сектор финансового рынка при выполнении условий drag-along и tag-along.

Ключевые слова: мажоритарий, миноритарий, фондовый рынок, финансовый посредник, финансовая стабильность.

ECONOMIC ESSENCE OF INSTITUTIONAL INVESTORS

Roza O. Voskanian

Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia

The article investigates the economic essence of institutional investors in 2 aspects: distinction from individual investors and impact on finance stability. Within the frames of the 1st aspect arguments are provided to prove the fact that the key difference between institutional investors and individual ones is the recipient of investment returns. To study the 2nd aspect Russian and overseas academic literature is analyzed, as well as acute statistics that help classify institutional investors by three categories: proportion of the share capital, investment horizon and source of capital building-up. This classification forms a basis of identifying after-effects of realizing various investors' right to withdrawal and their impact on finance stability. The author assumes that institutional investor can be ascribed simultaneously to different types, which can increase their influence on finance stability at the expense of combining possible effects of realizing the right to withdraw. It became clear that today minority investors do not exercise serious impact on finance stability, however, they can intensify the impact of majority shareholders (especially institutional investors) on corporate sector of finance market in drag-along and tag-along conditions.

Keywords: majority shareholder, minority shareholder, stock market, finance intermediary, finance stability.

В начале 2023 г. Банк России в контексте переноса и распределения процентного риска между участниками экономических отношений отмечал, что в 2022 г. институциональные инвесторы не

играли существенной роли на российском фондовом рынке¹. Аналогичные институ-

¹ URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/43892/overview_2022.pdf (дата обращения: 22.07.2024).

циональные особенности характеризовали российскую экономику и ранее [1. – С. 12]. В конце 2023 г. мегарегулятор финансового рынка при формировании основных направлений развития приводил статистику, что за 9 месяцев 2023 г. наблюдался рост портфелей институциональных инвесторов: портфели негосударственных пенсионных фондов выросли на 6% до 5,1 трлн рублей, портфели страховых организаций – на 12% до 3,6 трлн рублей, портфели паевых инвестиционных фондов – на 32,7% до 10,2 трлн рублей¹.

Развитие внутреннего финансового рынка предполагает активное вовлечение и повышение значимости институциональных инвесторов на фондовом рынке. Однако в настоящее время не определено, что именно понимается под институциональным инвестором: понятие широко используется в профессиональном сообществе и нормативно-правовых документах, но не закреплено в законодательстве Российской Федерации. Изложенное обуславливает актуальность определения экономической сущности и влияния институциональных инвесторов на финансовую стабильность.

По мнению Ф. Фабоцци, все инвесторы делятся на индивидуальных (розничных), т. е. физических, лиц и институциональных инвесторов [7]. Данная классификация лаконична, однако не раскрывает сущности институциональных инвесторов. У. Шарп, не вступая в противоречие с тезисом Ф. Фабоцци, рассматривает вопрос принадлежности инвестора к той или иной группе в зависимости от конечного получателя дохода от инвестиций: в наиболее широком смысле под институциональным инвестором понимается финансовый посредник любого типа, в узком – инвестиционные фонды и страховые компании, тогда как в качестве индивидуальных инвесторов рассматривают инвесторов, владеющих портфелями, все доходы

от которых принадлежат непосредственно им самим [8. – С. 11].

Указанные У. Шарпом инвестиционные фонды и страховые компании – традиционно релевантный пример для рынка США и Германии [15. – С. 106]. В Испании же инвестиционные фонды и страховые компании уже на протяжении 30 лет в совокупности контролируют не более 10% капитализации фондового рынка². Близкие статистические данные характеризуют китайский фондовый рынок: до 4% составляет доля страховых компаний и порядка 3–4% – доля инвестиционных фондов на протяжении 15 лет³. Узкий подход к определению принадлежности институциональных интересов не совсем подходит для российской экономики ввиду специфики допуска соискателей на финансовый рынок от Банка России для осуществления определенных видов финансовой деятельности.

Перечень, характеристики и роль институциональных инвесторов в разных странах значительно разнятся. Их сравнительный анализ в целях классификации показал, что именно эта категория инвесторов находится под наибольшим влиянием со стороны регуляторов. Роль институциональных инвесторов на фондовом рынке во многом зависит от финансовой системы государства [13], что согласуется с тезисом Г. Б. Клейнера о наличии у каждой страны своего экономического лица – совокупности характеристик, отражающих в обобщенной форме факторы, традиции и способы оценки результатов экономической деятельности [3. – С. 6].

Следовательно, ключевое отличие институционального инвестора от индивидуального заключается в получателе дохода от инвестиций: институциональный инвестор – юридическое лицо, которое

¹ URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/155957/onrfr_2024-26.pdf (дата обращения: 22.07.2024).

² URL: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Report-Ownership-of-Listed-Spanish-Stock.pdf> (дата обращения: 22.07.2024).

³ URL: <https://m.21jingji.com/article/20190702/herald/b39f0f661609f2353cdfafbb8d88b974.html> (дата обращения: 22.07.2024).

осуществляет инвестиционную деятельность в целях повышения благосостояния собственников, индивидуальный – в целях повышения собственного благосостояния.

Ввиду сделанного вывода представляет интерес классификация институциональных инвесторов по горизонту инвестирования.

Американские ученые предлагают выделить две группы институциональных инвесторов: 1) убежденные, т. е. сохраняющие долю владения в компании, несмотря на отсутствие текущих доходов, и толерантность к временным неудачам объекта инвестиций, рассчитывая на долгосрочный успех; 2) непостоянные, осуществляющие многократные сделки купли-продажи, основываясь на краткосрочных показателях эффективности, и использующие договорную конструкцию *ex ante*, возможность выхода из бизнеса для влияния на уровень дисциплины руководства [9].

Немецкие ученые также отмечают справедливость подобной классификации, объясняя это тем, что горизонт инвестирования определяет значение роли институциональных инвесторов в процессе принятия решений на общем собрании акционеров [10].

Данная классификация может выступать основой исследования влияния институциональных инвесторов на финансовую стабильность. Стабильность функционирования российского финансового рынка определяется устойчивостью финансовой системы к шокам. Согласно действующему законодательству обеспечение финансовой стабильности осуществляется Банком России во взаимодействии с правительством Российской Федерации.

Финансовая стабильность – многогранное явление, затрагивающее все составляющие финансовой системы государства. В рамках настоящего исследования сделан акцент на корпоративном секторе финансового рынка, во многом зависящем от поведения институциональных инвесторов, как отечественных, так и зарубежных.

Компании, составляющие частный корпоративный сектор, существенно зависят от настроений на фондовом рынке и тенденций, задаваемых крупными институциональными инвесторами.

А. Хиршман в своей широко известной работе «Выход, голос и лояльность» отмечал, что при несогласии с процессом управления компанией институциональный инвестор обладает выбором из двух опций: 1) использовать право голоса инвестора в рамках переговорного процесса для корректировки стратегии развития компании; 2) использовать право выхода, покинув компанию посредством продажи доли участия [11].

В более поздней работе, посвященной правам голоса и выхода, А. Хиршман подчеркивал, что реализация права голоса требует больших временных затрат и координации деятельности группы лиц для успешного достижения поставленной цели, тогда как реализация права на выход не требует дополнительных усилий. Тот факт, что акции компании могут быть в кратчайшие сроки проданы на фондовом рынке, дополнительно нивелирует возможности акционеров в области реального влияния на руководство посредством реализации права голоса [12. – С. 176].

Аналогичной точки зрения придерживаются российские ученые, отмечая, что «рядовой акционер из-за диффузии акций не может реализовывать право распоряжения на весь капитал корпорации; фактически право распоряжения и управления капиталом корпорации получают владельцы контрольного пакета акций» [2. – С. 10].

На наш взгляд, справедливо предположить, что использование права голоса больше свойственно убежденным инвесторам, заинтересованным в корректировке стратегии развития и обеспечении устойчивого роста стоимости компании, тогда как право выхода свойственно как убежденным, так и непостоянным инвесторам, решившим зафиксировать финансовый результат инвестиций.

Убежденные инвесторы осуществляют операции купли-продажи актива реже, решая две взаимосвязанные задачи: реализуют долгосрочную стратегию управления инвестиционным портфелем и снижают сумму транзакционных издержек при осуществлении подобных сделок. Таким образом, убежденные инвесторы снижают уровень волатильности рынка и, сохраняя актив в портфеле, выражают доверие руководству компании в долгосрочной перспективе, что обуславливает актуальность использования права голоса.

Вместе с тем, по мнению китайских ученых, единый институциональный инвестор ряда компаний одного сектора экономики сводит инвестиционную политику данных компаний к единому вектору развития, снижая, таким образом, уровень конкуренции на рынке [14]. Данный вывод справедлив для международного рынка, а также для локального рынка при выполнении следующих условий:

- 1) небольшое количество институциональных инвесторов, чей капитал стараются привлечь схожие компании;
- 2) отсутствие строгого контроля со стороны антимонопольных органов;
- 3) наличие на рынке ряда компаний одного сектора экономики с коэффициентом бета, варьирующемся в широком диапазоне, в противном случае инвестиционный портфель институционального инвестора должен быть достаточно диверсифицирован иными активами, чтобы митигировать уровень риска портфеля при наличии в нем схожих активов одного сектора экономики.

Вывод китайских ученых позволяет рассмотреть подробнее последствия реализации права выхода институциональных инвесторов. Прежде всего изложим аргументы, почему реализация права выхода миноритарных индивидуальных инвесторов не оказывает значимого влияния на рыночную стоимость компании.

Во-первых, индивидуальные инвесторы, как правило, приобретают акции на вторичном рынке, т. е. изначально обладают

доступом к ограниченному количеству долевых ценных бумаг. Рассчитанный нами средний показатель количества акций в свободном обращении российских эмитентов первого и второго уровня на Московской бирже на 22 июля 2024 г. составлял 26,382%¹. Также отметим, что в процессе первичного публичного размещения акций большая их часть распределяется между основателями компании и андеррайтерами, оставшаяся – между квалифицированными инвесторами, т. е. как физическими, так и юридическими лицами. Во-вторых, несмотря на умеренный рост клиентской базы брокеров в первом полугодии 2023 г., доля физических лиц – резидентов с пустыми счетами по итогам I квартала 2024 г. составила 66%, а доля клиентов с активами до 10 тыс. рублей сохранилась на уровне 2023 г. и составила 23%². Следовательно, индивидуальные инвесторы не задают тренды на фондовом рынке и не выступают в роли маркетмейкеров.

Реализация права выхода институциональным инвестором оказывает разное воздействие на стабильность фондового рынка в зависимости от типа институционального инвестора.

Убежденный мажоритарий акционерного общества, реализуя право выхода, привлекает внимание к компании со стороны профессиональных участников фондового рынка. Заметим, что выход мажоритария из бизнеса посредством открытой сделки слияния и поглощения повышает интерес к акциям компании еще до ее заключения; если сделка носит не конгломератный характер, то инвесторы также оценивают перспективы компании с позиции ее доли на рынке и разрешения на заключение сделки со стороны антимонопольных органов.

¹ URL: <https://www.moex.com/ru/listing/free-float.aspx?pageNumber=1> (дата обращения: 22.07.2024).

² URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49214/review_broker_Q1_2024.pdf (дата обращения: 22.07.2024).

Если убежденный мажоритарий при перечисленных ранее условиях является держателем акций ряда компаний одного сектора экономики и одновременно или последовательно изменяет долю участия в акционерном капитале таковых, он задает тренд на фондовом рынке, демонстрируя принимаемыми решениями результат собственной оценки инвестиционной привлекательности сектора экономики.

Непостоянный мажоритарий может приобретать долевые ценные бумаги при необходимости ребалансировки инвестиционного портфеля. В зависимости от частоты и объемов реализации данной операции непостоянным мажоритарием на рынке формируются не только дополнительная ликвидность, но и условия повышения волатильности.

Следует подчеркнуть роль иностранных институциональных инвесторов. Обеспокоенность институциональных инвесторов политическими, экономическими и валютными рисками определяет принятие инвестиционных решений в иностранных юрисдикциях. За свою относительно недолгую историю существования развивающиеся рынки пережили целую серию валютно-финансовых кризисов, связанных с выводом иностранных инвестиций, которые затрагивали отдельные страны и регионы [6. – С. 106]. В разные периоды истории не только развивающиеся, но и развитые экономики сталкивались с оттоком иностранного капитала. Притоки и оттоки иностранного капитала вызывают высокую волатильность денежной базы и денежных агрегатов [5. – С. 67], что выступает одной из предпосылок государственного регулирования объемов привлечения иностранных инвестиций. Тем примечательнее данные Московской биржи¹, согласно которым порядка 60% торгуемых российских акций принадлежат иностранным институциональным инвесторам. Отметим, что это не самый высокий

показатель. Индия как один из лидеров мировой экономики и партнер России по группе БРИКС характеризуется тем, что 90% индийского рынка акций находится в собственности иностранных институциональных инвесторов [16].

Следовательно, непосредственно факт привлечения финансовых ресурсов институционального инвестора можно рассматривать как положительный детерминант финансовой стабильности, однако сохранение им своего положительного влияния зависит от выбранного сценария реализации права выхода институционального инвестора. Отечественный инвестор влияет только на локальный рынок, тогда как иностранный инвестор (особенно если речь идет о транснациональной корпорации) задает тренды и тенденции на международном фондовом рынке.

Иная роль отводится миноритарным акционерам. На одном из самых развитых фондовых рынков – на рынке США – организаторы холдинговых и инвестиционных компаний, получая несправедливые контракты или чрезмерные платежи от дочерних компаний, изымали огромные суммы их прибыли. При этом интересы мелких инвесторов часто приносились в жертву интересам крупных акционеров [4]. Мажоритарии обладают возможностью преследовать собственные интересы на общем собрании акционеров, а также во время оперативного управления компанией, так как опять же мажоритарии простым большинством выбирают членов совета директоров.

В настоящее время миноритарии могут лишь усиливать влияние институциональных инвесторов при наличии договорных конструкций *drag-along* и *tag-along*. Условие *drag-along* предполагает, что мажоритарий может требовать от миноритария присоединиться к сделке по продаже акций по той же цене и на тех же условиях. Напротив, условие *tag-along* предполагает, что миноритарий обладает возможностью стать частью сделки по про-

¹ URL: <https://www.rbc.ru/finances/12/12/2023/65783e559a79476ca3869857?from=copy> (дата обращения: 22.07.2024).

даже акций по той же цене и на тех же условиях, что и мажоритарий.

Для наглядности сформулированных выводов представим возможные послед-

ствия реализации права выхода институциональными инвесторами разных типов (рисунок).



Рис. Последствия реализации институциональным инвестором права выхода

Подводя итог вышесказанному, отметим, что институциональные инвесторы играют важнейшую роль на фондовом рынке. В зависимости от типа институционального инвестора и уровня диверсификации его инвестиционного портфеля реализация права голоса или права выхода формирует дополнительные риски финансовой стабильности. При взаимодействии с институциональными инвесторами перед финансовыми менеджерами стоит задача поиска адекватных инструментов и методов финансирования, направ-

ленных на рост рыночной стоимости компании. Перед регуляторами финансового рынка всегда вне зависимости от влияния политических, страновых и валютных факторов стоит задача по формированию комфортных условий развития и функционированию отечественных институциональных инвесторов, а также созданию ограничений масштабов деятельности иностранных институциональных инвесторов в корпоративном секторе финансового рынка.

Список литературы

1. Абрамова М. А., Дубова С. Е., Рубцов Б. Б. Финансовые и денежно-кредитные инструменты реализации национальных проектов // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – Т. 13. – № 3. – С. 6–16.

2. Беляева И. Ю., Данилова О. В., Федотова М. А. Тенденции трансформации собственности и развитие корпоративных отношений в цифровой экономике // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2020. – № 1. – С. 7–16.
3. Клейнер Г. Б. Мезоэкономическое лицо российской экономики // Экономическое возрождение России. – 2023. – № 3 (77). – С. 5–9.
4. Левин В. С. О необходимости раскрытия нефинансовой информации в условиях устойчивого развития и оценки ESG-рисков // Финансы. – 2022. – № 3. – С. 39–48.
5. Ордов К. В. Влияние финансовой глобализации на денежно-кредитную политику и конкурентоспособность компаний // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 30 (72). – С. 67–71.
6. Тереладзе Д. И., Екимова К. В. Механизмы формирования валютно-финансовых кризисов на развивающихся рынках // Ученые записки Международного банковского института. – 2020. – № 2 (32). – С. 104–121.
7. Фабоцци Ф. Управление инвестициями. – М. : Инфра-М, 2000.
8. Шарп У. Инвестиции. – М. : Инфра-М, 2022.
9. Connelly B. L., Shi W., Hoskisson R. E., Koka B. R. Shareholder Influence on Joint Venture Exploration // Journal of Management. – 2018. – Vol. 45. – Issue 8. – P. 3178–3203.
10. Döring S., Drobetz W., El Ghouli S., Guedhami O., Schröder H. Cross-Country Determinants of Institutional Investors' Investment Horizons // Finance Research Letters. – 2021. – Vol. 39. – P. 101641–101641.
11. Hirschman A. O. Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. – USA, Cambridge : Harvard University Press, 1970.
12. Hirschman A. O. Exit, Voice, and the Fate of the German Democratic Republic: An Essay in Conceptual History // World Politics. – 1993. – Vol. 45. – N 2. – P. 173–202.
13. Johnson R., Schnatterly K., Johnson S., Chiu S. Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review // Journal of Management Studies. – 2010. – Vol. 47. – N 12. – P. 1590–1613.
14. Liu Ch., He J. Does common institutional ownership improve the similarity of behavior between firms? Evidence from China // Pacific-Basin Finance Journal. – 2024. – Vol. 83. – P. 102225.
15. Maurer R. The German Financial System. – Oxford : Oxford University Press, 2004.
16. Neupane S., Thapa C., Vithanage K. Context-Specific Experience and Institutional Investors' Performance // Journal of Banking & Finance. – 2023. – Vol. 149. – P. 106786.

References

1. Abramova M. A., Dubova S. E., Rubtsov B. B. Finansovye i denezhno-kreditnye inrumenty realizatsii natsionalnykh proektov [Finance and Monetary-Credit Tools of National Project Implementation]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo* [Economics. Taxes. Law], 2020, Vol. 13, No. 3, pp. 6–16. (In Russ.).
2. Belyaeva I. Yu., Danilova O. V., Fedotova M. A. Tendentsii transformatsii sobstvennosti i razvitie korporativnykh otnosheniy v tsifrovoy ekonomike [Trends in Property Transformation and Development of Corporate Relations in Digital Economy]. *Vestnik Astrakhanskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta. Seriya: Ekonomika* [Trends in Property Transformation and Development of Corporate Relations in Digital Economy], 2020, No. 1, pp. 7–16. (In Russ.).

3. Kleyner G. B. Mezoekonomicheskoe litso rossiyskoy ekonomiki [Mezo-Economic Face of Russian Economy]. *Ekonomicheskoe vozrozhdenie Rossii* [Economic Revival of Russia], 2023, Vol. 3 (77), pp. 5–9. (In Russ.).
4. Levin V. S. O neobkhodimosti raskrytiya nefinansovoy informatsii v usloviyakh ustoychivogo razvitiya i otsenki ESG-riskov [Concerning the Necessity to Disclose Non-Financial Information in Condition of Sustainable Development and Appraisal of ESG-Risks]. *Finansy* [Finance], 2022, No. 3, pp. 39–48. (In Russ.).
5. Ordov K. V. Vliyanie finansovoy globalizatsii na denezhno-kreditnuyu politiku i konkurentosposobnost kompaniy [The Impact of Finance Globalization on Monetary-Credit Policy and Competitiveness of Companies]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya* [Finance Analysis: Problems and Solutions], 2011, Vol. 30 (72), pp. 67–71. (In Russ.).
6. Tereladze D. I., Ekimova K. V. Mekhanizmy formirovaniya valyutno-finansovykh krizisov na razvivayushchikhsya rynkakh [Mechanisms of Forming Foreign Currency and Finance Crises on Emerging Markets]. *Uchenye zapiski Mezhdunarodnogo bankovskogo instituta* [Proceedings of the International Banking Institution], 2020, Vol. 2 (32), pp. 104–121. (In Russ.).
7. Fabocci F. Upravlenie investitsiyami [Investment Management]. Moscow, Infra-M, 2000. (In Russ.).
8. Sharp U. Investitsii [Investment]. Moscow, Infra-M, 2022. (In Russ.).
9. Connolly B. L., Shi W., Hoskisson R. E., Koka B. R. Shareholder Influence on Joint Venture Exploration. *Journal of Management*, 2018, Vol. 45, Issue 8, pp. 3178–3203.
10. Döring S., Drobetz W., El Ghouli S., Guedhami O., Schröder H. Cross-Country Determinants of Institutional Investors' Investment Horizons. *Finance Research Letters*, 2021, Vol. 39, pp. 101641–101641.
11. Hirschman A. O. Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. USA, Cambridge, Harvard University Press, 1970.
12. Hirschman A. O. Exit, Voice, and the Fate of the German Democratic Republic: An Essay in Conceptual History. *World Politics*, 1993, Vol. 45, No. 2, pp. 173–202.
13. Johnson R., Schnatterly K., Johnson S., Chiu S. Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review. *Journal of Management Studies*, 2010, Vol. 47, No. 12, pp. 1590–1613.
14. Liu Ch., He J. Does common institutional ownership improve the similarity of behavior between firms? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2024, Vol. 83, p. 102225.
15. Maurer R. The German Financial System. Oxford, Oxford University Press, 2004.
16. Neupane S., Thapa C., Vithanage K. Context-Specific Experience and Institutional Investors' Performance. *Journal of Banking & Finance*, 2023, Vol. 149, p. 106786.

Сведения об авторе

Роза Оганесовна Восканян

кандидат экономических наук, доцент,
доцент кафедры финансового
и инвестиционного менеджмента
Финансового университета.
Адрес: ФГБОУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
125167, Москва,
Ленинградский проспект, д. 49/2.
E-mail: rose.01@mail.ru

Information about the author

Roza O. Voskanian

PhD, Associate Professor, Associate Professor
of the Department for Financial
and Investment management
of the Financial University.
Address: Financial University
under the Government of the Russian
Federation, 49/2 Leningradskiy Avenue,
Moscow, 125167, Russian Federation.
E-mail: rose.01@mail.ru