

ТАРТУСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
Факультет экономики
Институт экономики предприятия

Сергей Иванов

**УЧИТЫВАНИЕ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА
ПСИХОЛОГИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ (НА ПРИМЕРЕ
РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ)**

Магистерская работа на степень магистра в области социальной экономики

Руководители: лектор Марк Канчуков,
профессор Марк Берколайко (др. физ.-мат. наук)

Тарту 2013

Советую направить на защиту.....

(подпись руководителя)

Допущена к защите “ ”2013 г.

..... заведующий кафедрой

.....

(имя и подпись заведующий кафедрой)

Работа написана самостоятельно. При подготовке работы, используемые работы других авторов, основные наблюдения и данные приводятся в литературных источниках.

.....

(подпись выполнившего работу)

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	5
1. Влияние психологических факторов на ценообразование на финансовых рынках - теоретические основы.....	10
1.1. Традиционные теории ценообразования на финансовых рынках - критический анализ.....	10
1.2. Влияние психологических факторов на деятельность участников финансового рынка.....	14
1.2.1. Роль психологии при принятии инвестиционных решений.....	14
1.2.2. Эмоциональная склонность в контексте инвестиционного поведения.....	21
1.2.3. Интуиция на финансовом рынке.....	25
1.3. Предыдущие исследования в сфере психологии финансовых рынков - объекты исследований и результаты.....	29
2. Психологические факторы в процессе принятия инвестиционных решений участниками фондового рынка Российской Федерации - эмпирический анализ.....	35
2.1. Развитие фондового рынка в последнее десятилетие - аналитический обзор с 2000 по 2011 год.....	35
2.2. Данные и методика исследования.....	45

2.3. Результаты и выводы исследования.....	51
2.3.1. Рациональные и иррациональные факторы в докризисный период.....	51
2.3.2. Рациональные и иррациональные факторы в кризисный период (2008 год).....	57
2.3.3. Рациональные и иррациональные факторы в посткризисный период (с 2009 года) и прогноз на будущее.....	62
2.3.4. Личностно-психологические особенности респондентов, работающих на российском фондовом рынке.....	70
2.3.5. Влияние финансово-экономической информации на поведение участников фондового рынка.....	76
2.3.6. Эмоционально-психологические аспекты, влияющие на поведение участников фондового рынка.....	83
2.3.7. Учетывание участниками интуиции при работе на фондовом рынке.....	88
Заключение.....	93
Использованные источники.....	99
Приложения.....	118
Приложение 1. График формирования технической разворотной фигуры „Голова и плечи” на акциях Сбербанка в 2008 г.	119
Приложение 2. Теоретическое и фактическое значение индекса, и предполагаемые волны коррекции (ABC) ММВБ (MICEX) за период с сентября 2008 по май 2010 гг.....	120

Приложение 3. Число ценных бумаг, допущенных к торгам на ЗАО „ФБ ММВБ” по состоянию на 14 сентября 2012 года.....	121
Приложение 4. Инструменты Российской Торговой системы.....	122
Приложение 5. Секторальный разрез фондового рынка, на примере биржи РТС за январь 2008 и 2011 гг.....	122
Приложение 6. IPO и Частные размещения в России с 2004 по 2011 гг.....	123
Приложение 7. 10 крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации) по состоянию на 2 октября 2012 года.....	124
Приложение 8. Индекс прозрачности крупнейших российских компаний <i>Standard & Poor's</i> с 2002 по 2010 годы.....	124
Приложение 9. Вопросы интервью.....	125
Resümee.....	133

ВВЕДЕНИЕ

Психология лежит в основании трейдинга просто по причине эмоциональной и стрессогенной его природы.

Ари Киев

Данная магистерская работа „Учитывание участниками рынка психологических факторов, влияющих на инвестиционные решения (на примере российского рынка акций)” *Turuosaliste investeerimisotsuseid mõjutavate psühholoogiliste tegurite arvestamine (Venemaa aktsiaturu näitel)* построена на теоретическо-практическом материале, который отражает актуальные и доминирующие в современной науке представления о необходимости учета психологических факторов при работе на фондовом рынке. В качестве примера взят российский рынок акций. Кроме того, анализ проведенный автором и представленный в данной работе, основывается на данных, полученных путем интервьюирования профессиональных специалистов, работающих на российском рынке акций. Анализ охватывает десятилетний период с 2000 по 2011 год и проводился в течение 3 лет, с 2009 по 2011 год.

Актуальность исследования, представленного в данной магистерской работе применительно к российскому рынку акций, обусловлена несколькими причинами.

1. Большинство современных исследований психологии финансов проводилось на примере развитых рынков США и Европы, но не на российском развивающемся рынке с учетом его реалий.
2. Тематика психологии финансов начинает привлекать все большее внимание специалистов и участников фондового рынка в России, но многие участники рынка

все ещё не имеют четкого представления о существовании поведенческого подхода к той деятельности, которой занимаются.

3. Российский фондовый рынок, как рынок развивающейся страны, остается все ещё спекулятивным и поэтому многие участники российского фондового рынка, в основном, работают на чрезвычайно краткосрочных временных промежутках до одного года.
4. За рассматриваемый в работе период 2000-2011 гг. в России произошли крупные положительные макроэкономические сдвиги. Впервые с начала экономических преобразований, наметились устойчивый рост ВВП, снижение внешнего долга и инфляции, повышение инвестиционной привлекательности российской промышленности, что незамедлительно отразилось на повышении международных инвестиционных рейтингов России и ознаменовалось завершением постсоветского периода в жизни страны.
5. С повышением уровня благосостояния в России появилась возможность все больше зарабатывать на фондовом рынке.
6. Наличие законодательных, регулятивных и налоговых проблем на рынке, а также проблемы иностранного присутствия.

В основе большинства традиционных финансовых теорий и моделей лежит предположение о рациональном поведении участников на рынке акций, но все более актуальным становится вопрос о подверженности влиянию объективных экономических условий и субъективных решений его участников, действующих в особых условиях неопределённости и риска. Люди подвергаются влиянию целого ряда иллюзий, эмоций, ошибочного восприятия информации и прочих факторов иррациональности, личностных и психологических воздействий, что привносит в исследование интересные наблюдения при анализе поведения участников рынка на российском рынке акций.

В то же время многочисленные исследования в области поведенческих финансов, проводившиеся в мире за последние десятилетия, дают основания полагать, что

движение рыночных цен и поведение рынка акций в целом не могут быть описаны только одними классическими финансовыми теориями и моделями с достаточной степенью достоверности. Причина заключается в том, что поведение участников на рынке не всегда является рациональным, то есть не соответствует предположениям, лежащим в основе данных теорий и признанными существенными для возможности их эффективного использования. Психологический фактор зачастую имеет доминирующее значение, по причине чего в последние годы появилось достаточно много работ, связанных с поведенческими финансами.

Целью данной магистерской работы является доказательство гипотезы влияния психологических факторов на принятие инвестиционных решений профессиональными участниками российского рынка акций.

Для достижения поставленной цели в работе требуется решить следующие задачи:

- дать критический обзор известных традиционных теорий финансовых рынков (теории Доу, теории волн Эллиота и гипотезы эффективности рынка);
- показать роль финансовой психологии в инвестировании на рынке акций и учитывать интуицию при принятии решений участниками рынка;
- раскрыть понятие эмоциональной устойчивости и показать ее роль в инвестиционном поведении профессиональных участников рынка акций;
- провести обзор предыдущих исследований в сфере психологии финансов;
- провести аналитический анализ российского рынка акций за 11 лет в период с 2000 по 2011 годы на основе аналитических материалов и исследований с выборкой основных событий автором работы;
- выявить присутствие на российском рынке акций рациональных и иррациональных факторов за исследуемый период;
- провести интервьюирование (с использованием личных встреч, электронных средств связи и т.д.) со специалистами, работающими на российском фондовом рынке акций для получения информации для эмпирической части работы и систематизировать полученные результаты интервью и опросов;

- провести эмпирический анализ (с помощью качественного метода) и подтвердить о возможном учитывании психологических факторов участниками при принятии инвестиционных решений на российском рынке акций;

Составленная автором методика проведения исследования основывается на интервью участников российского рынка акций (управляющие директора и начальники отделов, фондовые и портфельные управляющие, аналитики и трейдеры) с помощью опросника, составленного автором. На основе полученных данных автор делает заключение и выводы о том, что могут участники исследуемого российского рынка акций учитывать психологические факторы при работе на нем или нет.

Структура данной магистерской работы включает введение, 2 главы, заключение, список использованных источников и приложения. В первой, теоретической части, критически описываются наиболее используемые участниками рынка на данный момент традиционные теории, исследуются основные положения гипотезы эффективного фондового рынка и возможности использования интуиции участниками рынка при работе на рынке акций, а также других психологических аспектов на основе имеющихся исследований в этой области.

Вторая глава данной магистерской работы посвящена анализу российского фондового рынка (акций), на основе собранных данных, полученных в ходе проведенного эмпирического исследования в рамках концепции поведенческих финансов. Выявлены рациональные и иррациональные факторы поведения участников рынка, влияние полученной информации на участника, личностно-психологических особенностей респондентов, эмоционально-психологических аспектов и интуиции, а также определено их влияние на рынок при принятии решений участниками рынка.

Теоретической и методологической основой исследования являются периодические издания и доступные электронные ресурсы англоязычных (С. Б. Акелис, Д. Канеман, Д. Кохен, Э. Найман, А. Тверски, Л. Твид и др.) и российских авторов (В. Мухортов, Н. Б. Рудык и др.). Эмпирическая часть построена на материалах, полученных в ходе

интервьюирования специалистов, работающих на российском рынке акций, а также на материалах информационных баз российских биржевых площадок - фондовой биржи Российская Торговая Система (РТС, *RTS - Russian Trade System*) и группы Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ, *MICEX - Moscow Interbank Currency Exchange*).

Автор выражает благодарность за помощь в написании данной магистерской работы и хотел бы поблагодарить АО *LHV, Redgate Capital's* и *Trigon Capital* (Эстония); УК „Открытие”, ИК „Атон”, „БФА” и „Элтра”, Банк Санкт-Петербург ОАО, Московский Фондовый Центр и ООО “Инвестиционную палату” города Воронеж, *Allianz РОСНО* Управление Активами, ЗАО „ОФГ ИНВЕСТ” (*Deutsche UFG Capital Management*), *Rye, Man & Gor Securities (RMG)* и Управляющую компанию „КапиталЪ”, и фондовые биржи ОАО РТС и ММВБ (Российская Федерация); *Concorde Capital* (Украина). Особая благодарность руководителям данной магистерской работы Марку Канчукову (Тартуский Университет, Эстония) и Марку Берколайко (Воронежский Государственный Университет, Российская Федерация).

1. ВЛИЯНИЕ ПСИХОЛОГИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ НА ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ — ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ

1.1. Традиционные теории ценообразования на финансовых рынках - критический анализ

Действующие на рынке, как профессионалы, так и новички, при работе зачастую пользуются различными теориями, возможно и не осознавая этого. Наиболее известными являются теория Доу (*Dow Theory*), описывающая поведение цен акций во времени, теория волн Эллиота (*Elliott wave theory*), гипотеза эффективности рынка (*EMH - Efficient Market Hypothesis*).

Но многие из этих теорий подвергались и подвергаются критике из-за их интерпретации и толкования на непредсказуемом рынке и неучитывании психологических факторов имеющихся у участников рынка. Взять, к примеру, теорию Чарльза Генри Доу, который в 1884 году начал составлять индекс ценового развития для группы ведущих акций. Позже, в 1896 году, он объединил несколько акций промышленных компаний для создания „индекса акций промышленных компаний” и несколько акций железнодорожных компаний для создания „индекса акций железнодорожных компаний” (позже переименованный в „индекс акций транспортных компаний”). (Tvede 2002: 12) Таким образом, обеспечив ценным аналитическим инструментом участников рынка в исследовании поведения рынка и сформулировав следующие правила:

- фондовые индексы ничего не принимают в расчет заранее;
- рынок имеет три уровня: первостепенное (*primary trends*), второстепенное (*secondary reactions*) и третьестепенное или колебание (*fluctuations*);
- зоны поддержки и сопротивления дают ценовые сигналы, а объем поддерживает цену;
- направление индексов должно подтверждаться максимальными предельными вершинами и понижениями, а оба индекса должны подтверждать направление движения цены акции.

Недостатки теории Доу:

- она, как и сами индексы Доу-Джонса (средний показатель курсов акций группы крупнейших компаний США), не всегда предупреждает о появлении новых трендов;
- она не дает оперативных результатов (так как требует длительного изучения тенденций);
- слишком часто (согласно некоторым исследованиям - в половине случаев) выводы по ней оказывались попросту неправильными. (Колтынюк 2003: 72)

Понять, где проходит граница между малыми направлениям и повторная корректировка, - задача не всегда быстро осуществимая; это единственное слабое место теории Доу (Теория Доу). Примером может служить, формирование разворотной фигуры „голова и плечи” акций Сбербанка (см. Приложение 1). Это формирование технической разворотной фигуры, а уже затем продолжение старого тренда. В остальном теория Доу больше опирается на определение направлений движения рынка акций и логично предположить, что ее работоспособность зависит во многом от того, что хочет видеть участник рынка.

Волновая теория Эллиотта, была выдвинута бухгалтером Ральфом Нельсоном Эллиоттом в монографии „волновой принцип”, опубликованной в 1938 году (Волновая теория Эллиотта). Р.Н. Эллиотт выделил восемь волн, которые постоянно

повторяются, считается одним из лучших инструментов для анализа состояния рынка и прогнозирования его поведения и с успехом применяется для инвестирования (Фрост 2001). Основные постулаты этой теории устанавливают, что ценовая динамика любого рынка развивается волнообразно, а также существуют определенные обоснованности в образовании рыночных волн.

Данная теория вполне работоспособна, но требует глубочайших знаний как технического, так и фундаментального анализа. Кроме того она является исключительно субъективной, то есть два одинаковых волновых анализа найти достаточно сложно. Как правило, волны Эллиотта очень хорошо просматриваются на уже прошедшем рынке и плохо видны при анализе будущего. Так, в прямом приложении волновая теория не даст эффективного результата, причем особенно сложно выделить точку отсчета. Соответственно, аналитики, применяющие волновую теорию, используют массу допущений, дополнительных индикаторов и т.п., например, теоретическое и фактическое значение индекса, и предполагаемые волны коррекции (*ABC*) ММВБ (*MICEX*) за период с сентября 2008 по май 2010 г. (см. Приложение 2). „Фигуры, образуемые линиями биржевых графиков, не будут иметь никакого значения, поскольку не предскажут ровным счетом ничего, это пример создания иллюзии” (Гюнтер 2008: 104).

„Гипотеза абсолютной эффективности рынка предполагает, что любая новая информация не просто поступает на рынок, а практически мгновенно она находит отражение в уровне цен” (Лытнев 2000: 94-95). Начало классификации форм эффективности рынка заложил в 1967 г. Гарри Робертс, а в 1970 г. они были окончательно оформлены Юджином Фамой придя к следующему замечанию, касающемуся отношения фондового рынка к информации: факты предполагают наличие эффективных рынков, при которых фондовый рынок занимается процессом инвестирования капитала и использует самую раннюю информацию, относящуюся к этому процессу с целью прогнозирования его эволюции (Рудык 2004: 197). „Ю. Фама (1970) выделил три формы эффективности фондового рынка: слабую (*weak-form*

efficiency), полусильную (*semistrong-form efficiency*) и сильную (*strong-form efficiency*)” (Fama 1970: 384-417).

Согласно мнению психологов, работающих в сфере психологии инвестирования, поведение участников рынка, их ошибочные суждения и действия оказывают влияние на образование цен, а значит и на сам рынок. Гипотеза абсолютно эффективного рынка предполагает доступность информации, но не учитывает, что существуют индивидуальные для каждого участника издержки по сбору и обработке информации. В результате чего рациональность поведения участников может не способствовать информационной эффективности рынков. В последнее время также появились работы, в которых несовершенство и неэффективность рынков пытаются объяснить иррациональностью поведения его участников. (Окулов 2010: 5) „По сути, она отрицает целесообразность прогнозирования будущих доходов предприятий, акции которых котируются на рынке. Тем не менее, оценка финансовых активов на основе такого подхода имеет еще более широкое распространение, чем технический анализ”. (Лытнев 2000: 98)

„Не стоит удивляться наличию таких парадоксов, более удивительным было бы их отсутствие. Финансовые рынки - это порождение человека по определению, создание не может быть совершеннее своего создателя. Не ставя под сомнение профессионализм и здравомыслие участников рынка, не стоит забывать, что все они - живые люди, которым свойственно не только совершать индивидуальные ошибки, но и подпадать под такие „коллективные недуги”, как массовый психоз, паника и т.п. Феноменальность рынка в том и состоит, что вопреки всем возможным случайным колебаниям и отклонениям в действиях отдельных игроков, он упрямо движется в направлении своей эффективности. Неудача одного участника рынка означает выигрыш другого, одновременно она служит уроком для остальных, заставляя всех работать еще напряженнее и анализировать информацию еще тщательнее”. (Лытнев 2000: 94-95)

Основной посыл выше изложенного заключается в том, что теории на фондовом рынке необходимы, потому что помогают при работе на этом рынке и дают ориентировку, в каком направлении рынок мог/может двигаться, т.е. дают техническое представление о рынке. Но реальность вносит свои коррективы и в особенности, поведение участников рынка. Вывод заключается в том, что рынком время от времени полностью властвуют иррациональные эмоции его участников - надежда и ожидания, жадность и страх, иллюзии и хаос, и тогда только по эмоциям или по теориям невозможно или затруднительно предсказать поведение рынка, т.е. необходим комплексный подход при работе на фондовом рынке.

1.2. Влияние психологических факторов на деятельность участников финансового рынка

1.2.1. Роль психологии при принятии инвестиционных решений

Несовершенство традиционных теорий привело к попыткам создания новых отраслей науки, таких как поведенческие финансы (*behavioral finance*) и психология инвестирования (*psychology of investing*), которые пытаются учитывать человеческий фактор при построении финансовых моделей.

Поведенческие финансы - направление финансов, учитывающее иррациональную природу поведения участников на рынке в условиях неопределенности и риска при принятии решений финансово-инвестиционного характера, как наука возникли во второй половине прошлого века (Вашенко 2006). Интерес психологов к исследованиям проблем финансов объясняется практическими потребностями, в частности потребностями рынков ценных бумаг в прогнозировании колебаний курсов и котировок. Неэффективность экономических концепций движения ценных бумаг на фондовых биржах связана с тем, что фондовый рынок представляет собой одну из наиболее психологизированных сфер современных экономических отношений. (Дейнека 2010)

Недостатком поведенческих финансов является то что, они в основном, не поддаются количественной оценке на основе рыночной и экономической информации. Таким образом, выявив причины их нерационального поведения, нельзя определить, как поведенческие финансы влияют на рынок.

Наряду с социально-политическими, финансово-экономическими, правовыми и демографическими обстоятельствами, влияющими на инвестиционное поведение, существенную роль играют и психологические факторы. Такими факторами являются: рациональное и иррациональное в инвестиционном поведении, гибкое мышление, склонность к риску, знания, мотивы и ожидания, личностные особенности и умения, эмоции и чувства, переживания, интуитивный подход и т.д.

Исследуя психологические особенности личности участника рынка, В.В. Мухортов выделяет следующие качества: способность оперировать вне зоны психологического комфорта, высокая стрессоустойчивость и самообладание, наличие адекватной самооценки, низкий уровень тревожности, способность контролировать собственные страхи и жадность, психологическая готовность признавать ошибки (финансовые потери) и учиться на них, отсутствие привычки избыточно тратить полученную прибыль, отсутствие стремления к перфекционизму, уверенность в себе и принимаемых решениях, способность мыслить независимо и творчески (Мухортов 2005: 51).

Успешная деятельность участника рынка зависит от его образования и квалификации, от умения правильно принимать решения и контролировать развитие ситуации. Умение подчинять свое поведение выработанным нормативам и принимать зачастую рискованные решения в условиях дефицита времени и информации, а также быстро налаживать контакты с другими участниками. (Спасенников 2003) Таким образом, инвестиционное поведение определяется многими факторами и не может быть аксиоматично описано и однозначно предсказано, т.е. чем выше рациональность, тем важнее для человека результат его действия - обдумывание решений, расчет, взвешивание и т.д.

Движения рынка зависят от комбинации реакций различных людей на различные события и информацию, поэтому за любым событием находятся различные факторы. В зависимости от психологического поведения человека, как вследствие неверного восприятия и обработки информации, так и ошибок суждения, появляются и укореняются и проявляются в способе мышления иррациональные решения. Дело в том, что когда людям приходится принимать решения в условиях неопределенности, они вынуждены оценивать вероятность того или иного события в будущем, предсказывать значения неизвестных величин на основе имеющейся в их распоряжении информации.

„Современные финансы включают и поведенческие теории, где предполагается иррациональность поведения, а не рациональные решения, исходя из анализа ситуации, как подразумевает теория эффективных рынков. Предполагается, что вся доступная информация постоянно и аккуратно анализируется тысячами инвесторов и этот анализ практически мгновенно отражается в цене акций. Однако, в действительности людям трудно беспристрастно оценивать все варианты и реагировать соответственно. Нередко они ошибочно интерпретируют информацию и просчитывают вероятности”. (Хэгстром 2005) Участники рынка реагируют эмоционально и зачастую просто нелогично, т.е. иррационально¹.

Так гипотеза, выдвинутая К. Крейком, получила свое подтверждение и развитие в работах американских психологов Э. Тверски и Д. Канемана. Они первыми документально подтвердили проявление иррациональности в поведении человека (следствием этого было неверное восприятие и обработка информации), и показали,

¹Иррациональное, в самом смысле - находящееся за пределами разума, алогическое или неинтеллектуальное, несоизмеримое с рациональным мышлением или даже противоречащее ему (Осипов 2008: 706).

каким образом ошибки суждения появляются и укореняются в нашем способе мышления. (Ващенко 2006)

„Особенно ярко иррациональное поведение проявляется в ситуации неопределенности и риска, в которых и проходит вся предпринимательская, инвестиционная, финансовая деятельность, так как фондовая биржа является отражением общественного мнения. Цены здесь не отражают стоимость. Они отражают существующие тенденции и перспективу, даже профессионалы фондового рынка считают трудным делом точно оценить степень рискованности собственных решений”. (Ващенко 2006)

„Среди многочисленных примеров нерационального поведения одним из первых был замечен и исследован учеными так называемый „эффект толпы“. Специфическое воздействие, которое оказывает толпа на составляющих ее людей, было описано французским социологом Гюставом Ле Бонем в изданной в 1895 году в книге „Психология толпы“. Ле Бон заметил, что, действуя в группе, люди превращаются в единое целое, обладающее коллективным сознанием, и это сознание заставляет членов группы вести себя совсем не так, как они вели бы себя, действуя в одиночку. Чувство толпы и ее действия крайне заразительны, отмечает Ле Бон, и часто заставляют людей приносить свои личные интересы в жертву коллективному интересу”. (Ващенко 2006) „Эвристика стадности” (*herding heuristic*) заключается в том, что люди имеют склонность повторять действия других. „Стадность” участников рынка (*herding*) выражается в том, что они склонны: а) основывать свои действия на малоизученных заключениях; б) изменять свое мнение на основе незначительных фактов; в) надолго откладывать очевидное решение, а затем без очевидных причин стремительно исполнять его”. (Hirshleifer 2001) „Поэтому в рыночной толпе, охваченной единым порывом, всегда так много новичков”. (Гюнтер 2008: 176)

„В том, что эффект толпы работает на рынках, не может быть сомнений. Еще в 1841 году Чарльз Маккей в книге „Воспоминания о чрезвычайных массовых заблуждениях и безумии толп“ объяснил образование спекулятивных пузырей на рынке

эпизодическими вспышками массовой истерии. Наиболее известными примерами такой истерии были „тюльпаномания“ 1636 года и калифорнийская „золотая лихорадка“ 1840 года, таким образом, что все крайние, резкие изменения цен, которые происходят в моменты, когда рынок достигает максимальных и минимальных значений, связаны именно с поведением толпы”. (Ващенко 2006)

Не менее важным психологическим фактором является шум. Шум - это хорошие или плохие новости, поступающие в случайной последовательности (95 % исходных сигналов человек игнорирует из-за внутреннего шума). Фишер Блэк и Брэтт Трумэн утверждали, что участники рынка при торговле ценными бумагами используют не столько подтвержденную и проверенную информацию, сколько „шум” - всевозможные слухи, настроения на рынке, рекомендации, собственные ощущения от происходящего. Они определили „шумовую торговлю” как торговлю, осуществляемую на основе факторов неинформационного характера, но выдавая за такую. „Шум - сказал Блэк, - это то, что делает наши наблюдения несовершенными. Шум препятствует поддержанию соответствия между наблюдаемыми и теневыми ценами или стоимостью, внутренне присущей ценным бумагам”. (Black 1986: 529-543)

Важный факт заключается в том, что позитивные и негативные психологические факторы вряд ли уравниваются в коротком временном периоде. Следовательно, они могут добавить нежелательные всплески цен при попытке предсказать рыночное поведение. Но, к счастью, шум со временем не накапливается. Как раз наоборот: можно ожидать, что в продолжительном периоде хорошее и плохое даже вытесняются. Закон больших чисел² продолжает господствовать, и внешний шум становится просто шумом. Шум - краткосрочное осложнение, поэтому все получается наоборот, когда рассматриваются положительные контуры обратной связи и

²Закон больших чисел – принцип, по которому частота финансовых потерь определенного вида может быть предсказана с высокой точностью тогда, когда есть большое количество потерь аналогичных видов (Экономический словарь).

детерминированный хаос³, а хаос - стена непредсказуемости. Контуры обратной связи могут объективно предсказывать поведение рынка на протяжении короткого времени. Но со временем они образуют форум эффектов бабочки⁴. Контуры накапливаются - в действительности многие из наших временных сигналов (таких, как прорывы) происходят из контуров обратной связи. Складываясь друг с другом, с течением времени они создают непреодолимый барьер для возможности предсказания, становясь самым сильным компонентом в наших „темных силах времени и невежества”. (Tvede 2000: 53-54)

В условиях ограниченных возможностей своевременного получения и обработки огромного количества информации и следуя поведению толпы, люди не обращают внимания на значительное количество существующей информации и неправильно оценивают вероятности; занижают риск и увеличивают вероятность выигрыша, таким образом, излишняя самоуверенность лежит в основе инвестиционной психологии. Это отклонение выражается в излишней уверенности в собственной способности правильно трактовать информацию и правильно прогнозировать.

„В применении к финансовым рынкам данный эффект получил название „информационный каскад“ (*information cascade*). Участник рынка принимает решение, наблюдая за действием большого количества других участников рынка и подражая им”. (Ващенко 2006) „Участник рынка игнорирует значимую информацию,

³Детерминированный хаос, или хаотическое движение, порожденное нелинейными системами, для которых динамические законы однозначно определяют эволюцию во времени состояния системы при известной предыстории (Шустер 2010: 13).

⁴Эффект бабочки – термин в естественных науках, обозначающий свойство некоторых хаотичных систем. Незначительное влияние на систему может иметь большие и непредсказуемые эффекты где-нибудь в другом месте и в другое время. (Осипов 2008: 472)

влияющую на прогнозирование, для экономии времени, которое он, по его убеждению, может потратить на другие дела” (Tversky 1974: 185).

„Эвристика наличия (*availability heuristic*) предполагает склонность человека оценивать вероятность наступления некоего события на основе сохранившейся в памяти яркой и/или недавней информации. Дебондт и Талер выдвинули гипотезу, что резкие развороты на рынках являются последствиями как длительного игнорирования людьми закона о возврате к среднему, так и увлечения недавней информацией. Если она носит положительный характер, то впечатление от нее может затмить многие соображения осторожности”. (Barberis 2002: 50)

„Но и без воздействия „коллективного сознания“ люди часто принимают абсолютно нерациональные решения. Например, в ситуации, когда кажется, что есть возможность каким-то образом воздействовать на результат совершаемой операции. Чаще всего это вызвано необходимостью выполнять определенные действия, формирующие иллюзию контроля над развитием событий”. (Ващенко 2006)

Иллюзия контроля впервые была наиболее полно описана и подтверждена результатами проведенных исследований в работе Э. Лангера „Иллюзия контроля“, опубликованной в 1975 году (Langer 1975: 311 - 328). „Автор работы убедительно доказала, что человек склонен принимать на себя гораздо больший риск, если он участвует в игре, условия которой сформулированы так, что необходимость совершения определенных действий вызывает у играющего иллюзию контроля, т.е. уверенность в том, что конечный результат зависит от его способностей. При этом совершенно одинаковые по сути, но по-разному сформулированные игры (иллюзия контроля может возникнуть при иной формулировке условий) могут изменить как решение играющего - принимать или не принимать в них участие, так и величину денежной суммы, которой он готов рискнуть в этой игре”. (Ващенко 2006) „Иллюзия контроля возникает в случаях, когда люди уверены в своей способности контролировать случайные события, т.е. в то, что их решения могут влиять на непредвиденные исходы” (Рудык 2004: 24).

„Вера в лучшее, надежда на благоприятный исход событий, страх потерь, стремление выдать желаемое за действительное - все это начинает сильно влиять на механизм принятия решений. Появляется множество психологических ловушек, когда принимаются совершенно неоптимальные и убыточные решения, которые выглядят вполне обоснованно с точки зрения бытовой логики”. (Ващенко 2006)

„Не меньший вклад в иррациональность поведения на рынке вносят и эмоциональные факторы, заложенные в самой природе человека. Именно они заставляют людей вести себя определенным образом в ситуациях, где неизбежно проявляется действие психологического фактора. Дело в том, что когда людям приходится принимать решения в условиях неопределенности, они оказываются вынужденными оценивать вероятность того или иного события в будущем, предсказывать значения неизвестных величин на основе имеющейся в их распоряжении информации”. (Ващенко 2006)

Таким образом, инвестиционное поведение участников рынка определяется многими психологическими факторами и не может быть очевидно описано и однозначно предсказано, но участникам рынка необходимо стремиться учитывать влияние психологических аспектов при принятии решений и нивелировать мешающие в их повседневной работе.

1.2.2. Эмоциональная склонность в контексте инвестиционного поведения

Влияния эмоций на принятие инвестиционного решения необходимо рассмотреть отдельно, так как эмоциональный человек может сделать не самый рациональный выбор хотя и сэкономив свои психологические затраты. Но это не означает, что человек должен принимать лишь эмоциональные решения. Надо уметь правильно выбирать, когда следует ограничиться эмоциональным выбором, а когда принимать обдуманное и взвешенное решение.

„Эмоциональность – черта, показывающая, с какой легкостью та или иная ситуация вызывает у человека эмоциональное состояние. У некоторых участников рынка обыденные события вызывают довольно сильные эмоции. Правда, часть людей активно реагирует на события внутренне, стремясь не показывать свои эмоции внешне”. (Соколинский 1999: 29)

Персональные эмоции признаются большинством участников рынка сильнейшей причиной финансовых потерь. Они связывают свои проигрыши с проявлением их личных эмоций на 51%, не малое значение здесь занимает влияние чужих мнений и советов, что непосредственно можно отнести к следствиям всё тех же эмоций. (Верхошинский 2003: 45)

Чтобы понять эмоции, надо правильно оценивать влияние эмоций на инвестиционное поведение и поэтому психологи постоянно изучают, как изменяется поведение человека, когда речь идет о деньгах и инвестициях. Б. Грэхем, будучи известным экономистом и профессиональным инвестором, понимал эмоциональную сторону рынка очень хорошо. По его мнению, настоящего участника рынка, можно узнать по характеру в такой же степени, как и по его профессиональным навыкам.

„Участник рынка не может принять решение, не будучи в нем уверенным. С другой стороны, у участников рынка, как и у всех людей, превалирует излишний оптимизм в отношении собственных способностей. Часто чрезмерная самоуверенность - следствие недостаточного понимания людьми собственных ограничений”. (Thaler 1999)

Страх, как реакция человека на неожиданное, а иногда даже вполне ожидаемое, но с непредсказуемым результатом событие, также влияет на инвестиционное поведение (Мухортов 2005: 91). Инвестиционное поведение участника рынка определяется надеждой и страхом. Одновременно, когда страх заставляет участника рынка концентрироваться на неблагоприятных событиях, происходящих на рынке, надежда позволяет заметить и оценить условия, располагающие к инвестированию (в момент

выхода на рынок, в надежде получить прибыль и в момент получения убытков, когда возникает надежда на изменение ситуации к лучшему). Надежда и страх, это те чувства, которые возникают у участника рынка во время оценивания различных противоположенностей. Страх, который испытывает участник рынка, является указателем его потребности в безопасности, в то время как надежда выражает его стремление к успеху. (Амерханова 2011: 47)

Страх может возникнуть и когда позиции прибыльные, но цены начинают падать или расти. Часто страх возникает тогда, когда участник рынка получает убытки, что может парализовать его деятельность, с одной стороны не может остановиться в нужное время, а с другой продолжать двигаться дальше, получая ещё большие убытки. Хотя и радость может быть причиной преждевременного закрытия прибыльных позиций.

„Сестра страха - жадность, которая является результатом того же самого программирования к деньгам - движущая сила, которая заставляет работать на спекулятивных финансовых рынках”. (Психология биржи - решетка интеллектуальных моделей) Зачастую именно жадность лежит в основе восходящих трендов. Как страх заставляет людей продавать и, тем самым, двигает графики вниз, так и из жадности люди покупают бумаги, что, при прочих равных условиях, приводит к росту их стоимости. Когда жадность участника рынка незначительна, то сделок им будет заключаться мало, а многие возможно выигрышные моменты будут упущены. Если же жадность участника рынка безгранична, то скорее всего, он будет заключать излишнее количество сделок, подвергаясь риску и неясными перспективами. Под действием жадности участник рынка может задержаться в выигрышной позиции дольше, чем это необходимо, понеся тем самым убытки. (Верхошинский 2003: 48)

Одной психологической ловушкой, исходя из исследований Р. Тэйлора и С. Бенарджи в работе „Необоснованное отвращение к риску и загадка рискованной премии для акций” 1995 года, с которой постоянно сталкиваются участники рынка при работе, является

неприятие собственных убытков (*loss aversion*) приводящее к тому, что убытки выходят из-под контроля и разрастаются. „Когда открытая позиция начинает приносить убыток, участник рынка попадает в ловушку собственного страха: страх понести убытки и страх не получить прибыли. Успех Уорена Баффета обусловлен именно тем, что он может полностью сконцентрироваться на инвестиционном процессе, не вовлекая эмоции и не реагируя на раздражители. При этом отмечается его способность балансировать между четким следованием установленным целям и гибкостью в понимании собственных ошибок”. (Мухортов 2005: 137)

Кроме того, немаловажное значение имеет сожаление в вопросах инвестирования. Оно отражает не только эмоцию, переживаемую из-за неправильно принятого решения, огорчение из-за потери, оно скорее является смесью огорчения и принятия на себя ответственности за потерю (в случае инвестирования) прибыли. Сожаление может оказывать влияние на решения, которые принимают участники рынка. Тот, кто постоянно ощущает сожаление, умышленно (или неосознанно) сужает количество потенциальных возможностей, выборов в целях минимизации вероятности возникновения сожаления в будущем. Участники рынка склонны к сожалению, чаще всего обогащаются за счет получения дивидендов от акций, а не от их продаж. (Амерханова 2011: 47-48)

При краткосрочных инвестициях характерна высокая динамичность и эмоциональность участника рынка, что часто приводит к отсутствию рациональных условий оценки в виду непредсказуемости ситуации и ошибок в прогнозировании. При долгосрочном инвестировании можно увидеть большую рациональность и точность прогнозирования, поскольку влияние эмоций уменьшается. (Амерханова 2011: 57)

Люди инвестируют не тогда, когда существует подходящий момент, а тогда, когда у них есть свободные деньги. Таким образом, эмоции, присущие на фондовом рынке, влияют на поведение участников рынка и умение с этими эмоциями совладать, дает возможность его участникам с наименьшими потерями или без потерь выходить из

различных ситуаций присущих данному рынку, а тем более спекулятивному, как российский рынок.

1.2.3. Интуиция на финансовом рынке

Пользованию интуицией при принятии решений, в настоящее время, уделяется значительное внимания. В последнее время стало появляться много материалов и теоретических исследований использование интуиции. Интуицией часто пользуются при работе на фондовом рынке (акций) его участники, поэтому в данном разделе она и рассматривается отдельно.

„Аналитики часто демонстрируют двойственное отношение к своим методам работы. Они часто разрываются между уверениями в научности своей работы и намеками, что немалую роль играют также мастерство и интуиция”. (Кохен 2004: 140, 141)

„Интуиция - это способность человека проникать в сущность вещей не путем рассуждения или логического мышления, а путем мгновенного неосознанного озарения, т.е. интуиция есть не что иное, как способность человека, а в данном случае трейдера, работать и предчувствовать движение рынка” (Найман 1999: 200). Согласно Большой Энциклопедии интуиция (*лат. intuitio - созерцание*) - это способность непосредственного постижения сути какого-либо явления (ситуации, хода событий) в его целостности. В истории философии и психологии представлены многообразные трактовки интуиции: от инстинкта и простейших форм довербального, наглядно-образного мышления до высших способностей к сверхчувствительному пониманию. (Прохоров 1972: 1017)

Исходя из современных исследований, интуиция - это не врожденная, а приобретенная способность и интуитивные способности необходимо выявлять и развивать, но в этом вопросе важнейшим условием является опыт, а это и есть предпосылка креативного мышления и широкомасштабных инноваций (Место и роль

интуиции в экономических исследованиях). Когда участники рынка принимают решения в ситуациях, имея некоторый опыт, их явные рассуждения предваряются подсознательным процессом. Они могут принимать решения преимущественно даже до того, как они осознают, какая стратегия сработает лучше других. В любом участника рынка присутствуют начала интуиции, но далеко не каждый ее применяет, а именно в применении она развивается. (Найман 1999: 205) При интуитивном сознании участник рынка „опускается” на подсознательный уровень „чутья”. Расчеты показывают, что на бессознательно-психическом уровне перерабатывается за единицу времени примерно в 10 000 000 раз больший объем информации, чем на сознательном уровне. (Онлайн Энциклопедия Кругосвет)

Так рыночная интуиция включает в себя процесс, с помощью которого участники рынка узнают модель в текущей рыночной среде, основанный на их способности вспоминать прошлые рыночные модели, которые они уже пережили. Целенаправленно задействуя свои способности чувственного восприятия действительности, участник рынка может развить свою интуицию, которая будет самой лучшей компьютерной программы подсказывать верные решения. (Найман 1999: 205)

„Кроме того, происходит значительная экономия энергии. Многократно замечено, что интуитивный акт совершается быстро и „легко”, что свидетельствует об избыточном энергетическом потенциале. Интуиция обычно проявляется в неразрывной связи с особым состоянием подъема духовных и физических сил. В интуитивном творчестве это состояние известно как вдохновение. В процессе интуитивного постижения происходит повышение функциональной активности всех органов чувств, вследствие чего улучшается память. Осуществление интуитивного акта стимулирует самосовершенствование, стремление к творческой деятельности”. (Басин)

”Минимум 80% участников рынка считают, что интуиция бывает полезна в ситуациях, где рациональное решение не верно, либо не доступно по каким-либо

причинам и только 40% участников рынка говорят, что используют интуицию в принятии инвестиционных решений. Таким образом, либо фондовый рынок (акций) ближе к рациональным (прогнозируемым) системам со случайным поведением либо существуют некоторые помехи (ограничения), которые мешают участнику рынка успешно использовать интуицию в принятии решений на фондовом рынке (акций). Если принять это объяснение интуиции за аксиому - интуиция есть не что иное, как способность участника рынка работать и предчувствовать движение рынка". (Найман 1999: 205)

„Большинство успешных бизнесменов развивают бизнес целиком и полностью, полагаясь исключительно на свое шестое чувство - интуицию. Проявление интуиции в бизнесе имеет свою специфику. Предприниматель принимает ответственные решения в условиях цейтнота. Плюс к этому крайне высокая цена этого решения и дефицит информации". (Место и роль интуиции в экономических исследованиях)

А. Тверски и Д. Канеман в 1979 для описание свойственных инвесторам ошибок выделили термины эвристики (подсознательный прием для упрощения процесса анализа сложных ситуаций и вероятностей) и отклонения (предрасположенность нашего сознания к определенным устойчивым процессам, приводящим к решениям, отличным от „рациональных"). Первоначально исследователи выделили три типа эвристики: подобия, наличия и якоря.

А. Тверски и Д. Канеман в 1974 году заключили, что в эвристике доступности (*representativeness heuristic*) у людей сильно развита интуиция относительно результатов выборок, но часто подводит из-за ряда фундаментальных проблем. Также неверная интуиция свойственна как профессионалам, так и непрофессионалам, что может приводить в дальнейшем к последствиям при работе (Tversky 1974: 105-109). Однако по сравнению с решениями, которые основываются на логическом анализе и определенных вероятностях, торговая интуиция, возможно, попрежнему пользуется дурной славой.

„Можно привести пример Джорджа Сороса - одного из самых удачливых финансистов нашего времени. Интуиция Сороса проявляется в умении предвидеть изменения на рынке акций в ту или иную сторону. Он выдвигает гипотезу и проверяет ее своими реальными действиями на рынке (естественно, при этом, не рискуя большими суммами). Если гипотеза подтверждается, то можно применять ее как рабочую. В противном случае необходимо проверить, почему произошло расхождение действительности с гипотезой. Вполне возможно, что это только временное отклонение и гипотеза в целом верна. Только после проверки гипотезы можно начинать широкомасштабные операции в данном направлении”. (Найман 1999: 202) Таким образом, еще раз подтверждается, что интуиция играет доминирующую роль в отчетах о реальных торговых решениях.

„Безусловно, интуиция не должна подменять собой здравый смысл, трезвый расчет, а также научные методики. Хотя интуитивные реакции иногда совсем не поддаются логике, они все же могут быть адаптивными”. (Майерс 2002: 59) А вот если удастся найти разумный баланс между этими компонентами успеха, то будет хорошо. Использовать интуицию нужно, но не стоит забывать, что успех на фондовом рынке (акций) возможен, если интуитивные прогнозы регулярно подтверждаются проверенной информацией.

„Интуиция - это своего рода процесс сбора информации вне известных типов мышления и вне обычного восприятия. Этот механизм действия интуиции основан на включении сверхсознания. Интуиция предполагает как работу с общей перспективой, так и с деталями. Она помогает также сделать верный выбор из многовариантных возможностей, хотя интуитивные сужения могут быть и ошибочными”. (Майерс 2002: 61)

Итак, несмотря на развитие научных методик, призванных минимизировать роль человеческого фактора, интуиция остается одним из важнейших инструментов успешной торговли на рынке. Естественно, никто не утверждает, что при решении абсолютно всех вопросов необходимо в первую очередь доверять интуиции.

Интуиция - это важнейший рабочий инструмент в торговле на рынке, но не всегда стоит слепо ей следовать. Иногда в интуицию вплетаются сомнения, страхи, ложные представления. Например, очень трудно отличить импульс страха от предчувствия возможных потерь. Если участник рынка взволнован, раздражен или ослеплен жадной наживы, выгоды, то он может принять за интуицию проекцию собственного очень сильного желания. Он хочет услышать что-то, и сознание выдает ему желаемое.

1.3. Предыдущие исследования в сфере психологии финансовых рынков - объекты исследований и результаты

Последние 5 лет показывают, что исследований механизма работы рынка было проведено довольно много, но лишь незначительное количество исследований было посвящено изучению поведения людей при инвестировании (Кохен 2004: 21). Большинство исследований в области финансовой психологии проводилось в лабораторных условиях в середине 90-х и начале 2000-х годов, но не проводилось с применением опроса (интервьюирования) непосредственных участников фондового рынка. Многие исследования проводились на данных развитых рынков (США, Канады и других стран), но мало или вообще не проводились на данных развивающихся рынков, т.е. фондовых рынков стран с развивающейся экономикой или спекулятивных рынков, как к примеру на российском.

В работах Канемана Д. и Тверски А. (1979), проводились исследования на основе научных опытов и психологических экспериментов на развитых рынках, как к примеру США, а не на развивающемся как России. Продолжая идею Канемана Д., Сонин К. из Российской экономической школы (РЭШ) рассматривает некоторые практически значимые явления: например, обнаруживает, что, несмотря на то, что все без исключения инвесторы не рациональны в принятии своих решений, рынки могут быть эффективными и поддаются анализу (теоретическое обоснование) (Сонин 2004).

Он доказывает это обстоятельство на примере акций компаний *Royal Dutch/Shell* и *Palm/ЗСОМ*.

В дипломной работе Верхошинского В.В. на тему "Поведение инвесторов на рынке ценных бумаг: основы, закономерности, влияние на конъюнктуру отечественного рынка" (2003) выполненной в Финансовой Академии при правительстве Российской Федерации, рассматривается доказательство объективности влияния человеческой психологии на процессы, происходившие ранее и происходящие сегодня на фондовых рынках мира и России, в частности на основе эмпирического анализа и предыдущих исследований.

В дипломной работе Ольшевской А. по теме „Эмоциональная компонента в механизме принятия решений в работе финансового трейдера” (2003) изучаются качественные характеристики эффективности деятельности финансового трейдера в условиях снижения/увеличения эмоциональной составляющей при принятии экономических решений. Исследование проводилось с использованием тестирования (заполняя анкетный лист) и наблюдения за испытуемыми трейдерами. Данная методика ответа на вопросы, не нова, еще в 1987 году (после фондового кризиса 1987 года, который разразился в США) проводилось аналогичное исследование среди инвесторов: описывали свой собственный опыт, после произошедшего кризиса и связан был с теорией шумовой торговли.

В диссертации Небольсина О. Финансовой Академии при правительстве Российской Федерации, „Анализ формирования рыночной стоимости российских компаний в контексте гипотезы эффективного рынка и концепции поведенческих финансов” (2009), основываясь на методике наблюдения и анализа других исследований, анализируются гипотезы эффективного рынка и концепции поведенческих финансов, а в работе Сысоевой Ю. на тему „Поведение инвесторов на рынке ценных бумаг” (2010) Финансовой Академии при правительстве Российской Федерации исследуются поведенческие особенности российского инвестора на основе теоретического подхода.

На экономическом факультете Тартуского Университета за последнее время исследовательских работ по психологии финансов или российскому фондовому рынку так же были написаны. Так, Чикова Н. в магистерской работе „Характер изменений, происходящих в развитии рынка ценных бумаг (на примере Российского фондового рынка)⁵“ (2009), хотя и исследовала российский рынок, но использованная ею методика не основывалась на интервьюировании. Магистерская работа Тюрнера П. „Влияние свойств личности при долговременной игре в поккер⁶“ (2009) и Онэмара М. „Рыночные аномалии представленные на Балтийском рынке акций⁷“ (2009) была также связаны с психологией финансовых рынков, но в них исследовался не российский фондовый рынок. В магистерской работе Кукемелка Й. „Причины проивление иррациональности на фондовом рынке на примере США⁸“ (2010), в которой исследовалось появление иррациональных факторов, а проводилось исследование на основе заполнения анкеты на рынке США. В магистерской работе Пуллеритс С. ”Установка и корректировка аналитических прогнозов эстонского капитала⁹” (2010) исследовался эстонский фондовый рынок.

Исследование масштабов и последствий шумовой торговли *The Size and Incidence of the losses from Noise Trading* (1989) проводили Дэлонг Б., Шляйфер А., Саммерс Л. и Вальдманн Р., в основу которого было предположение, что всех участников рынка можно поделить на рациональных и иррациональных. Рациональные участники рынка используют только проверенную информацию и преимущественно фундаментального характера (макроэкономические показатели, индексы, процентные ставки, данные об эмитентах). Равным образом, спрос на акции со стороны иррациональных участников рынка формируется как под влиянием выше означенной информации, так и под

⁵ Aktsiaturgude arengus esinevate suureväärtuselistel muutustel iseloom (Venemaa aktsiaturu näitel).

⁶ Isikuomaduste mõju investori pikaajalise tulemuslikkuse kujunemisel pokkerimängu näitel.

⁷ Turuanomaaliatega esinemine Balti aktsiaturgudel.

⁸ Aktsiaturgude ebaratsionaalsuse põhjused ja ilmingud USA näitel.

⁹ Anchoring and adjustment in Estonian sell-side equity analysts' forecasts.

влиянием слухов и эмоций, предположений и всевозможных домыслов различных участников рынка. (DeLong 1989: 681-696)

Одно из исследований (*Metabolic state alters economic decision making under risk in humans*) было проведено группой ученых из Университетского колледжа Лондона под руководством Микаэля Симмондса. Исследовали влияние состояния обмена веществ у человека на его склонность к риску: чувство голода усиливает склонность человека принимать более рискованные финансовые решения. Исследователи использовали не только субъективные оценки чувства голода, данные самими участниками, но и анализы крови, показывающие уровни гормонов, связанных с обменом веществ и питанием. Группа установила, что после приема пищи склонность человека к риску существенно снижалась вместе с концентрацией в крови грелина, одного из гормонов, связанных с голодом. Кроме того, на степень ее изменения влияли индекс массы тела и процентная доля жира в организме испытуемых. Ученые отмечали, что предыдущие исследования в этой области не демонстрировали прямой связи между состоянием обмена веществ и финансовым поведением человека, биология в данном случае может объяснить психологические феномены, такие как уклонение от потерь, исследуемые в рамках современной экономической теории. (Symmonds 2010)

В исследовании (*Does Intuition Influence the Accuracy of Forecasts on Stock Market?*), проведенным учеными из Европейской Исследовательской Сети (*European Research Network*) доказывається, что интуиция является возможным „методом“ прогнозирования фондового рынка. В 2006 году *ERN* провел тест на тему: „Влияет ли интуиция на достоверность прогнозов фондового рынка?“ Целью являлось исследовать точность интуитивного и рационального прогнозов (цены на акции в декабре 2005 года) и, как показало исследование, интуитивные прогнозы оказались более правдивыми, чем стандартные прогнозы. Более того, разница между интуитивными прогнозами новичков и профессиональных аналитиков была ничтожно мала, что говорит о том, что новички могут достаточно достоверно прогнозировать фондовый рынок, основываясь на интуиции. (Harteis 2006)

В работе Эрика Л. Наймана „Малая энциклопедия трейдера” рассматривается психология поведения людей как ключ к пониманию происходящего на финансовых рынках. Согласно общеизвестным статистическим данным, около 80 % участников рынка заканчивают свою карьеру в самом начале, не добившись каких-либо известных положительных результатов. А подавляющее большинство из них (более 90 %) вообще „уходят” с убытками. В итоге получается, что более 70 % всех участников рынка потенциально убыточны. Согласно теории вероятности, эти цифры представляются чересчур большими. Теоретическая величина „убыточных” участников рынка не может превышать 50 %, даже если исключить участников рынка с нулевым результатом деятельности. (Найман 1999: 197)

„Инерционность рынка позволяет сделать один важный вывод - чтобы лучше понимать рынок нужно смотреть на него с точки зрения участника рынка. А свои действия участник рынка в значительной мере основывает на предыдущих действиях рынка - один из основополагающих принципов технического анализа основывается именно на факте инерции рынка - принцип трендовости рынка”. (Найман 1999: 205)

В городе Торонто (Канада) в период с января по апрель 2004 года проводилось эмпирическое исследование (опросник и тест), связанное с оптимизмом и успешной деятельностью 120 участников рынка. Исследование показало, что в период одного года из 120 инвесторов 78 % не получали прибыли; 11 % получали небольшой доход и 11 % торговали успешно, т.е. оптимизм участника рынка является профессионально важным качеством успешного инвестора. (Мухортов 2005: 143)

В заключение можно сказать, что психология на финансовых рынках играет огромную роль, потому что она оказывает влияние на принятие решений участниками фондового рынка. Несмотря на кажущуюся многочисленность исследований по проблеме, изучаемая область имеет пробелы, которые продолжают оставаться неизученными. В первую очередь, это связано с тем, что полноценное изучение психологии финансов началось относительно недавно, и наука, развивающаяся в этом направлении, очень молода и многие эмпирические или экспериментальные

исследования в основном проводились или проводятся на развитых рынках. Очень мало или почти нет исследований на новых и развивающихся рынках.

Таким образом, исходя из сказанного в первой главе, хотя имеется некоторое количество статей, научных и магистерских работ и книжных изданий, а в интернете ведутся дискуссии, можно сделать выводы, что в России исследования в области поведенческих финансов пока не получили широкого распространения. Мало исследований, проведенных российскими учеными, и мало исследований по психологии финансов на российском рынке, да и те основаны на публикациях зарубежных исследователей. Поэтому представляется актуальным для участников работающих на рынке акций, рассмотреть влияние на его них психологических факторов на развивающемся российском рынке, учитывая пока еще его спекулятивный характер рынка, законодательную базу и информационную структуру, проблему для присутствия иностранного капитала и открытость рынка.

2. ПСИХОЛОГИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ В ПРОЦЕССЕ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ УЧАСТНИКАМИ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ - ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

2.1. Развитие фондового рынка в последнее десятилетие - аналитический обзор с 2000 по 2011 год

Фондовый рынок в России сравнительно молод, его зарождение происходило в начале 90-х годов прошлого века. „Он относится к категории развивающихся рынков и характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных изменений, с другой стороны - наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих более эффективному его развитию”. (Киселевич 2008: 1)

По большинству показателей емкости российский фондовый рынок занимает место в первой пятерке из примерно 23 (поскольку стандартизированная классификация затруднена) развивающихся рынков мира (повысилась ликвидность рынка и информационная прозрачность эмитентов, укрепилась законодательная база, наработаны новые механизмы защиты прав инвесторов за последние 10-12 лет и, российский рынок давно интегрирован в мировые финансы, а фондовый рынок уже много лет является неразрывной частью мировой финансовой системы. По ряду

качественных показателей, определяющих такие внутренние качества и признаки, как средневзвешенный спрэд, глубина рынка и т.д., он вышел в лидеры среди развивающихся рынков, но вместе с тем по другим качественным показателям (ликвидность рынка, дивидендная доходность, количество торгуемых компаний и т.д.) сохраняется значительное отставание от ведущих развивающихся рынков, и тем более - от развитых рынков (Киселевич 2008: 1). Фондовый рынок РФ имеет определённую структуру, в которой можно выделить конкретных участников: регуляторы фондового рынка (государственное регулирование) - Федеральная служба РФ по финансовым рынкам (ФСФР) и Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ), профессиональные участники рынка, депозитарии и биржи, реестродержатели и т.д.

Для России характерна низкая доля населения, инвестирующего в акции. В 2010 году доля инвестирующего населения в России составляла около 0,25 % от общего количества, к 2020 планируется, что доля будет 18 % (Алексеев 2010: 18). Индивидуальные инвесторы не имеют прямого доступа к рынку акций, их скупают пакетами оптовики-брокеры и коммерческие банки. В торговом обороте практически нет акций компаний высоких технологий. Большинство акций российских компаний по-прежнему остаются недооцененными. В результате любая публичная компания может стать объектом недружественного поглощения, что снижает стимулы для компаний выводить значительные пакеты своих акций на вторичный биржевой рынок. Среди участников российского фондового рынка пока недостаточно представлены институциональные инвесторы (паевые и акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании). (Сергеев 2007)

Говоря об отраслевой структуре российских эмитентов, необходимо отметить сохранение высокой концентрации капитализации (а также оборотов) в акциях предприятий, добывающих нефть и газ (около 50%). Сколько-нибудь значимую роль в общей структуре капитализации играют финансовый сектор, металлургия и

машиностроение, электроэнергетика и телекоммуникации, агропромышленный комплекс и потребительские услуги, можно говорить и о начале формирования инновационного сектора.

Самые популярные инструменты фондового рынка - облигации, акции, опционы и фьючерсы, торговля которыми происходит в огромных объемах (Российский фондовый рынок. Инструменты фондового рынка). Стихийно в России выбрана смешанная модель фондового рынка, на котором одновременно и с равными правами присутствуют и коммерческие банки, имеющие все права на операции с ценными бумагами, и небанковские инвестиционные институты (Сергеев 2007).

Существует биржи и внебиржевой рынок. На биржевом рынке действуют две биржи - фондовая биржа Российская Торговая Система (РТС, *RTS - Russian Trade System*) и группа Московская Межбанковская Валютная Биржа (ММВБ, *MICEX - Moscow Interbank Currency Exchange*). Группа ММВБ (открыта в 1992 году ведущими российскими банками и Банком России) обслуживает более чем 1700 участников биржевого рынка ведущих российских банков и брокерских компаний в Москве и других крупных финансово-промышленных центрах России. Фондовая биржа ММВБ - крупнейшая фондовая биржа стран СНГ, Восточной и Центральной Европы - входит в первую 30-ку ведущих фондовых бирж мира, а ее доля в биржевом обороте торгов российскими активами с учетом депозитарных расписок на акции российских эмитентов составляет порядка 70 % (Портрет Фондовой биржи ММВБ). ЗАО „Фондовая биржа ММВБ” согласно данным Всемирной федерации бирж (*WFE*) по итогам 2011 года находится на 18 месте в рэнкинге (ранжире) крупнейших бирж мира по объему вторичных торгов акциями (Годовой отчет ОАО ММВБ-РТС за 2011 год 2012: 4).

В рамках Группы ММВБ действует ЗАО „Фондовая биржа ММВБ”, ведущая российская фондовая площадка, доля которой на российском биржевом рынке акций составляет свыше 80 %, а с учетом внебиржевого сегмента - порядка 60 %. Группа ММВБ - интегрированная биржевая структура, предоставляющая услуги по

организации электронной торговли, клирингу, осуществлению расчетов по сделкам, депозитарные и информационные услуги (см. Приложение 3) (Годовой отчет ЗАО ММВБ за 2010 год 2011: 20). Сама биржа не устанавливает никаких ограничений для выхода на биржу компаниям по принципу сферы деятельности: решение о целесообразности котирования ценных бумаг на бирже целиком на совести эмитента (ММВБ. Допуск ценных бумаг к торгам).

Фондовая биржа РТС, основанная в 1995 г., является лидером по количеству обращающихся и представленных инструментов: на бирже торгуются как акции российских эмитентов, так и производные инструменты, такие как товарные фьючерсные контракты, контракты на индексы и валюту. Иностранные инвесторы в России работают в основном на РТС (см. Приложение 4).

Группа РТС представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру. В рамках Группы РТС функционируют два организованных рынка ценных бумаг - *RTS Classica* и Биржевой (Т+0), система индикативных котировок *RTS Board*, срочный рынок *FORTS* (Фьючерсы и Опционы в РТС) и внебиржевой валютный рынок *RTS Money*. (Список инструментов *RTS Classica*)

По состоянию на декабрь 2011 года у объединенной биржи ФБ ММВБ было 599 участников (Список Участников торгов ФБ ММВБ с регистрационными номерами), у РТС - 237 (РТС. Список участников торгов). В декабре 2011 года эти две биржи объединились (см. Приложение 5).

При благоприятной рыночной конъюнктуре объединенная биржа планирует проведение первичного публичного размещения (ППР, *IPO - Initial Public Offering*) в 2013 году (Годовой отчет ОАО ММВБ-РТС за 2011 год 2012: 3). При этом сумма привлечения должна составить не менее 300 млн. долл. Контроль над объединенной биржей сохраняется у Центробанка РФ и крупных коммерческих банков, если они будут выступать группой. (Акционеры ММВБ проголосовали за присоединение к РТС)

Ещё весной 2000 года в России сначала РТС, а затем и ММВБ объявили о создании технологий (схемы размещения ценных бумаг различаются в зависимости от: выбора технологии первичного размещения (биржевая технология - с предварительным депонированием денежных средств и бумаг, классическая технология - без предварительного депонирования); места осуществления учета прав на ценные бумаги (расчетный депозитарий Депозитарно-Клиринговых Компаний и иные депозитарии); порядка определения цены размещаемых ценных бумаг (размещение ценных бумаг по фиксированной цене и с определением цены бумаг на аукционе) (Технологии первичного размещения), которые позволяют проводить *IPO*, что явилось первым импульсом к *IPO* в РФ. Но в силу ряда объективных причин в 2000 году данные проекты не получили развития. Одной из причин стал коллапс в системе *NASDAQ*, кульминация произошла 10 марта 2000 года, когда индекс *NASDAQ* достиг 5132,52 пункта в течение торгов и упал до 5048,62 при закрытии. Кроме того, низкая ликвидность российского рынка и нежелание инвесторов всерьез интересоваться вложениями средств в компании, у которых отсутствовали значительные материальные активы, также явились препятствиями на пути развития данных проектов. Первое публичное размещение акций в России состоялось 18 апреля 2002 г. Инвесторам были предложены 16 млн. акций ОАО РБК Информационные системы, что составляет 16 % уставного капитала компании, остальные 84 % принадлежат частным лицам. (Потемкин) Если за 2002 и 2003 (в 2002 году - компанией „РосБизнесКонсалтинг“, в 2003-м - компанией „Аптека 36,6“) годы посредством *IPO* всего лишь три компании привлекли 27,7 млн. долларов, то с 2004 года количество размещений и соответственно стоимость сделок стала увеличиваться (Первое *IPO* в России - новые технологии на фондовом рынке).

По прогнозам экспертов, озвученных еще в начале 2010 года, российские компании вновь вернуться на рынок первичных размещений акций и число *IPO* достигнет предкризисного уровня (Рынок *IPO* потряхнул оковы кризиса). По итогам 2011 года количество публичных (первичных и вторичных) размещений акций увеличилось более чем в 2 раза (с 12 до 21 размещений), а стоимостной объем сделок вырос более

чем в 5 раз (до 6,7 млрд. долларов с 1,3 млрд. долларов в 2009 г.) (Публичные размещения акций в России: В шаге от максимумов). Как видно (см. Приложение 6) из этих данных, количество публичных размещений акций в посткризисный период пока не достигло уровня докризисного 2007 года.

В связи с кризисом объемы *IPO* резко сократились: если в предкризисный год *IPO* прошли около 30 российских компаний (в России и на зарубежных биржах), то во время кризиса их не было совсем. В 2011 году некоторые компании (к примеру, „Евросети” и др.) отменили первичные размещения на Западе (*LSE* - Лондонская фондовая биржа), рассчитывая получить максимальную цену, однако инвесторов это предложение не устроило. Ситуацию кардинально не меняет и размещение на российских биржах в посткризисное время. Часто покупка акций на *IPO* для широкого круга инвесторов невыгодна из-за завышенной цены (см. Приложение 7). (Илющенко 30.05-05.05.2011: 50)

Если до 2006 года российский рынок большинства акций был недостаточно ликвидным, поскольку основная часть организованного оборота приходилось на крайне немногочисленные выпуски наиболее активно торгуемых акций (так называемых „голубых фишек“), то в 2006-2007 гг. российский рынок акций обрел принципиально новый уровень ликвидности. В 2007 году продолжилось интенсивное увеличение доли России в мировом биржевом обороте акций - она выросла до 1,21 %. По результатам 2007 года, несмотря на мощный рывок, осуществленный в 2006 - 2007 гг., Россия занимала лишь 4-е место среди развивающихся рынков акций. (Киселевич 2008: 8)

Согласно международному рейтинговому агентству *Fitch Ratings* и по заявлению корпорации исследования ликвидности (*Corporate Liquidity Study*), в аналитическом исследовании, посвященном ликвидности корпоративных эмитентов, от августа 2008 года, говорилось о возможном усилении обеспокоенности относительно ликвидности по многим российским компаниям, особенно в секторе недвижимости и строительной отрасли. Краткосрочная структура погашения задолженности компаний и

зависимость от уязвимой банковской системы уже оказывают отрицательное влияние на рейтинги многих российских корпоративных эмитентов (Ликвидность российских компаний вызывает беспокойство).

В начале 2011 года ликвидность российских компаний в целом оставалась высокой за счет активного привлечения финансирования и проведения рефинансирования. Однако, полагают эксперты международного рейтингового агентства *Fitch Ratings*, из-за наблюдающегося с июля 2011 г. стремления иностранных инвесторов избегать рисков, „Газпром” стал единственным корпоративным эмитентом, который вышел на международные рынки облигаций во второй половине года. Это привело к усилению зависимости от крупнейших банков в госсобственности, которые предоставляют кредиты российским компаниям. Ситуация с ликвидностью в конце 2011 г. в некоторой степени была поддержана за счет расширения Центральным банком РФ ломбардного списка с указанием требований к приемлемым видам обеспечения для получения фондирования от Центрального банка. Наиболее сильная ликвидность в нефтегазовом секторе. Этот показатель улучшился в таких секторах, как металлургическая и горнодобывающая отрасли и телекоммуникации. В то же время, компании электро-энергетического и коммунального секторов сталкиваются с наибольшими сложностями с учетом их высоких потребностей в инвестициях и зависимости от банковского фондирования. (Ликвидность российских компаний остается сильной)

На основе международного рейтингового агентства *Standard & Poor's (S&P)*, которое публикует результаты исследования информационной прозрачности, рейтинг прозрачности крупнейших российских публичных компаний, начиная с 2002 по 2010 (с 2011 года данные не публикуют) годы, выглядит следующим образом. Так в 2002 году наиболее прозрачными были компании телекоммуникационной отрасли (см. Приложение 8) (Исследование информационной прозрачности 2002 г.).

По данным за 2003 г. наиболее полно раскрывается информация операционно-производственного характера, наименее полно - финансовая информация. Наименее

охотно раскрываются сведения, касающиеся вознаграждения менеджмента; не все компании раскрывают реальный статус членов Советов директоров, что затрудняет понимание степени независимости директоров, а также того, чьи интересы они представляют. (Исследование информационной прозрачности 2003 г.: позитивные изменения в практике российских компаний)

В 2004 году наиболее информативными остаются корпоративные веб-сайты. Большую часть пакетов акций, информация о владельцах которых раскрывается, составляют крупные государственные пакеты или пакеты государственных холдингов, в то время как меньшая часть раскрытия приходится на частные доли. (Исследование информационной прозрачности российских компаний 2004 г.: позитивная тенденция сохраняется, несмотря на политические барьеры) Хотя раскрытие информации о бенефициарных собственниках крупных частных пакетов по-прежнему оставалось проблемой в России в 2005 г. Всего 40 из 54 компаний раскрывают сведения обо всех своих крупных акционерах независимо от их категории, также появляются комитеты по аудиту, но их эффективность оценить сложно. (Исследование информационной прозрачности российских компаний 2005 г.: прогресс продолжается, но в основном за счет менее прозрачных компаний)

Российское законодательство не обязывает бенефициарных собственников раскрывать информацию об опосредованно принадлежащих им пакетах акций и не предусматривает иных способов информирования компании о непрямом владении (Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: Скромные успехи на фоне всеобщего стремления к *IPO*), а заставить компании стать более прозрачными могут только новые законы, но все больше компаний начинают составлять социальную отчетность в соответствии с международными стандартами, включающими аспект влияния их деятельности на экологию, вопросы охраны труда, социальные программы для сотрудников (Standard & Poor's оценила открытость российских компаний). Медленный рост индекса прозрачности свидетельствует о том, что результаты большинства компаний более или менее стабилизировались (см.

Приложение 8) (Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.).

В 2008 году менее прозрачные компании постепенно приближаются к лидерам, но общий прогресс незначителен. Телекоммуникационные и металлургические компании остаются самыми прозрачными, а размещение *IPO* за рубежом и требования зарубежных бирж являются важными факторами повышения прозрачности российских компаний. (Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.: Незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO)

В 2009 году наблюдалось увеличение разницы в прозрачности между лидерами и аутсайдерами и вместе с тем отсутствие динамики средней транспарентности этих компаний по итогам года. Отсутствие динамики среднего уровня прозрачности объясняется, в основном разнонаправленными изменениями в практике раскрытия информации компаниями выборки: количество компаний, которые повысили свой балл, практически совпадает с количеством тех, что понизили: 39 против 37 компаний соответственно. (Индекс информационной прозрачности российских компаний в 2009 г. остался на уровне 2008 г. и составил около 56 %) Наиболее прозрачными остаются компании телекоммуникационного сектора с интернет- и телевизионными каналами и значительно повысился уровень прозрачности в банковском секторе, главным образом, благодаря серьезному прогрессу Сбербанка, а имеющие листинг на биржах США, демонстрируют более высокие показатели прозрачности, чем компании, котируемые на других биржах. (Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился)

В 2010 году наблюдался умеренный рост прозрачности за счет компаний электроэнергетического сектора, вплотную к нему приблизились металлургическая и банковская отрасли. Прозрачность компаний, контролируемых государством, повысилась по сравнению с частными компаниями, что произошло, главным образом, вследствие роста прозрачности энергокомпаний и банков, находящихся под

государственным контролем. Раскрываемость структуры собственности улучшилась незначительно, также улучшилось раскрытие финансовой информации и сведений о вознаграждении директоров и менеджеров. Веб-сайт является наиболее полным источником информации о компании, а экономический кризис практически не отразился на динамике прозрачности. (Standard&Poor's)

Информационная прозрачность российских эмитентов является одной из важных предпосылок для эффективного формирования рыночной стоимости. Именно раскрытие информации создаёт необходимую базу для формирования обоснованной позиции акционеров, потенциальных инвесторов и других заинтересованных сторон касательно цены акций компании, а также формирует мнение участников рынка для принятия инвестиционного решения. На основе исследования информационной прозрачности *Standard & Poor's* можно сделать вывод, что уровень развития практики российских компаний в области раскрытия информации находится на довольно высоком уровне (60 %) и предпосылка свободного доступа всех инвесторов к релевантной информации публичных компаний в целом выполняется.

Итак, можно сделать ряд выводов по российскому рынку акций за период с 2000 по 2011 годы. Российский фондовый рынок все больше приобретает черты развитого рынка. В этой связи необходимо отметить одну из основных характеристик российского фондового рынка: его высокую концентрацию, как по капитализации, так и по оборотам, активизацию процессов *IPO*. Рост курсовой стоимости российских акций стал одним из важнейших экономических факторов активизации данного процесса.

Но есть и отрицательные моменты, российский фондовый рынок, ни по рискам, ни по другим инфраструктурным характеристикам даже близко не соответствует размеру национальной экономики, занимая 9 место в мире (2011) по размеру от ВВП и 3 место по росту ВВП (2012), а фондовый рынок выглядит хуже, чем в других странах. По-прежнему российский фондовый рынок демонстрирует повышенную чувствительность к внешним событиям и факторам. Российский рынок акций во всех

доступных измерениях очень маленький: небольшое количество активных участников торгов, единицы брокеров. Кроме того, даже на таком небольшом рынке главное место занимают относительно крупные игроки, контролирующие подавляющую часть оборота. В России нет крупных компаний, существенная часть акций которых обращалась бы на бирже, давая инвесторам возможность их покупать и продавать. За каждой компанией стоит либо государство, либо группа крупных частных собственников, зарабатывающих, в первую очередь, на обслуживании финансовых потоков компании. В свободное обращение выводится совсем небольшая доля акций. Российские фондовые индексы, таким образом, отражают не состояние национальной экономики в целом, а компаний сырьевого сектора. Ликвидность (малое число ликвидных акций) остается в числе прочих приоритетных направлений качественного улучшения российского фондового рынка. Для российского рынка характерна большая волатильность и российские акции самые непредсказуемые.

2.2. Данные и методика исследования

Анализ российского рынка акций, на предмет учитывание участниками психологических факторов, проводился автором за период с 2000 по 2011 годы, где рассматривались наиболее значимые события, происходившие как на российском рынке, так и в мире в целом, которые оказывали влияние и на российский рынок акций: мировой финансовый кризис и обвальное падение на рынках акций в 2008 году, посткризисное восстановление и многие другие события. Ежедневные же изменения котировок акций, в основном вызываемые кратковременными или случайными факторами, в данной работе не рассматривались.

В рамках этой исследовательской работы автором был составлен и направлены вопросники в более чем 40 (примерно 5 % от всех компаний) компаний и фирм (из России, Эстонии, Латвии и Украины), занимающихся инвестиционной деятельностью на организованном российском рынке акций, взятых из списка рейтинговых агентств, участников торгов биржи РТС, ММВБ, других доступных и открытых источников.

Вопросники были составлены на основе литературных, теоретико-аналитических материалов и базирующихся на собственных наблюдениях автора. Ответы на вопросы поступили от 17 компаний, за период с 15 мая 2009 по 8 октября 2010 года, работающих как непосредственно в Эстонии: АО *LHV*, *Redgate Capital's* и *Trigon Capital*, так и в России: УК „Открытие” и ИК „Атон”, „Элтра” и МФЦ, *Rye, Man & Gor Securities (RMG)* и Банк Санкт-Петербург, „Инвестиционная палата” (Воронеж) и *Concorde Capital* (Украина). При поддержке программы *DoRa* автором было проведено 5 контрольно-индивидуальных полужформализованных интервью для проверки спорных результатов и уточнений отдельных аспектов в городах Москва и Санкт-Петербург (одно интервью) с участниками рынка компаний *Allianz РОСНО УА*, ЗАО „ОФГ ИНВЕСТ” (*Deutsche UFG Capital Management*), УК „КапиталЪ”, фондовых бирж РТС, ММВБ, так же в компании БФА (Санкт-Петербург) в период с августа по октябрь 2010 года. В самом исследовании приняли участие профессиональные респонденты в возрастной категории от 20 до 70 лет (5 женщин, 12 мужчин) и стажем работы в данной сфере (на фондовом рынке) от 1 года до 15 лет, занимающих должности управляющих директоров, начальников отделов, фондовых и портфельных управляющих, аналитиков и трейдеров.

Исследование основывалось на качественном методе опроса, в том числе и интервью, как одними из основных способов сбора информации, чтобы получить разведочные данные, а не количественное распределение мнений. Опираясь при этом на понимание, объяснение и интерпретацию эмпирических данных, являющихся источником формирования гипотез и продуктивных идей.

Одна из методик исследования состояла в получении первичной информации путем непосредственной целенаправленной беседы интервьюера и респондента (на рабочем месте последнего) и получении развернутых ответов на вопросы, а не заполнении формальной анкеты. Интервью позволяло следить за реакцией респондента, его отношением к данному вопросу, учесть искренность и достоверность ответа респондента, и его открытость. Продолжительность одного интервью составляла от

60 до 90 минут. Данная методика была выбрана с целью максимально и возможно полного получения ответов на вопросы от участников рынка, а именно специалистов и профессионалов. Во время интервью можно видеть респондента, наблюдая за его жестами и мимикой, быть уверенным, что респондент полностью понимает вопросы. Во время интервью можно было пояснять формулировку задаваемых вопросов в случае непонимания их респондентом, а также уточнять точку зрения респондента. Слабыми сторонами данной методики являлись: ограниченное количество опрашиваемых респондентов и их географическая удаленность, большое количество затраченного времени и возможная усталость респондента и интервьюанта, которая могла повлиять на результат опроса. Также большие затраты времени на распечатку интервью.

Другой методикой исследования были открытые опросы (анкетирование), рассылаемые по электронной почте, дающие возможность респондентам выразить свои взгляды собственными словами, а не просто выбрать заранее имеющийся ответ. Открытые опросники более гибкие и давали более богатую информацию, чем стандартизированные, что позволяло глубже разобраться в том, что думает респондент. Анкетирование позволило опросить большое число респондентов за относительно короткое время и давало респондентам возможность тщательно подумать над своими ответами, имея перед глазами отпечатанный вопросник.

Трудной стороной анкетирования было отсутствие унификации, т.е. трудности сравнения ответов. Ответы на опросники исключали личный контакт с респондентом и не давали информации о том, какова была степень вовлеченности респондента в проводимый опрос. Информация получения может носить субъективный характер, так как зависит от степени искренности отвечающего.

От некоторых компаний не пришли ответы на вопросы, т.к. вопросы рассылались по электронной почте, часто на общий адрес компании и поэтому терялись или же по другим причинам, таким как: невозможность предоставить ту или иную информацию по данному рынку, занятость сотрудников, работающих на рынке акций,

забывчивость ответить на анкету и т.д.; не желали сотрудничать или оказать помощь в исследовании российского рынка акций в виду того, что добиться возможности сотрудничать с такими организациями или компаниями довольно сложно, когда тебя не знают. Также ответы не всегда были полные, некоторые отвечали однозначно („да” или „нет”), не раскрывая сути ответа.

Автору, безусловно хотелось бы получить больше интересных и полных ответов на вопросы, провести максимально большое количество интервью. Но данный исследовательский подход ограничен по времени, так как одно интервью или заполнение вопросника занимает примерно полтора часа, а у данной категории участников его мало или вообще нет. И конечно получение самого интервью у специалистов такого уровня тоже довольно таки проблематично.

Ответы на вопросы, составленные на основе изученных материалов предыдущих исследований и анализов, используемой литературы и других источников были тщательно проработаны и систематизированы. Целью опросника было получить как можно более подробные ответы, исходя из целей работы о том, что на рынке присутствуют психологические факторы, которые надо учитывать.

Опросник состоял из 6 блоков (см. Приложение 3):

- личностные качества участника фондового рынка;
- влияние информации на участников фондового рынка;
- психологические факторы, влияющие на поведение участников фондового рынка;
- роль интуиции при работе на фондовом рынке;
- рациональные и иррациональные факторы в докризисный (с 2000 по 2007), кризисный (2008) и посткризисные периоды (с 2009 по 2011).

Общее количество вопросов в блоках составило 51. В блоке „личностные качества участников рынка”, состоящего из 14 вопросов, респонденты отвечали на вопросы,

связанные с такими личными качествами участников рынка, как возможные ограничения в работе связанные с законами, различными предписания, документами и т.д. Кроме того спрашивалось: Могут ли они мешать осуществлению деятельности и как респонденты с этими ограничениями работают? Есть ли склонность полагаться на мнение других людей, и какой информации они доверяют и манипулируют ли ею? Удастся ли соблюдать тактику, т.е. рабочую дисциплину, подавлять личные эмоции и принимать решения в этих условиях? Были заданы вопросы, связанные с употреблением напитков, содержащих кофеин и алкоголь, а также наркотики и т.д., и их влиянием на личные качества участников фондового рынка при принятии решений.

В блоке „информация на фондовом рынке”, состоящим из 10 вопросов, рассматривались такие вопросы как: качественное отражение информации на российском рынке и какой информационной базой они пользуются; насколько полную информацию имеет участник рынка и есть ли возможность получения инсайдерской информации. Также были заданы вопросы: чтобы рынок акций был информационно-эффективным фондовым рынком и как влияет вновь поступившая информация на уже принятые решения? Каково отношение участников рынка к слухам и как информационные перегрузки влияют на качество инвестиционных решений, т.е. как полученная информация влияет на поведение участника на рынке? Какую информацию, из каких источников получает респондент и насколько она может быть достоверной?

В блоке „учитывание психологических факторов влияющих на участников фондового рынка” состоящим из 9 вопросов, рассматривались такие вопросы, как эффект диспозиции, иррациональность инвесторов и когнитивный диссонанс (т.е. состояние, характеризующееся столкновением в сознании индивида противоречивых знаний, убеждений, поведенческих установок относительно некоторого объекта или явления) в работе участников рынка. Поведение участников рынка, связанные с психологическими и социальными факторами, и изменения со временем и другие.

При этом целью было определить, какие психологические факторы и как влияли на участника рынка при его работе.

В вопросах блоков „докризисного периода” (6 вопросов), „кризисного периода” (8 вопросов) и „посткризисного периода” (5 вопросов) рассматривалось, какие рациональные или иррациональные факторы могли присутствовать при принятии решений за периоды времени конкретных анализируемых событий с 2000 по 2009 годы. Также возможные прогнозы развития российского рынка акций на будущий периоды (с 2010 года), в том числе и интуитивный прогноз.

В данной работе не рассматривались ответы на некоторые вопросы ввиду малочисленности ответов, таких как: Специализируетесь ли только в инвестировании на маленьком количестве рынков? (см. вопросы 1.3 приложения 9), Склонны ли Вы покупать или продавать когда это делают другие? (см. вопросы 1.6 приложения 9) и знакомы ли с такой моделью, как „случайного блуждания” (*Random Walk Model*), к примеру со слов одного респондента: „с данной теорией знаком недостаточно хорошо, чтобы сформулировать окончательное мнение по этому вопросу. Но имеющаяся информация привела к выводу о том, что данное явление может носить скорее локальный частный характер, нежели перманентно присутствовать на рынке”. „В динамике цен есть закономерности и есть „случайная” составляющая (определяемая текущими факторами, которые в будущем могут не повториться), но „случайности” на рынке очень мало. Хотя и есть. И конечно это может действовать только на коротких временных отрезках”, по словам другого респондента (см. вопросы 2.5 приложения 9)

В заключении по данному пункту, можно сказать, что выбранная методика исследования и подобранные для анкет вопросы, количество участников исследования и занимаемое ими профессиональное положение на российском рынке акций, позволили собрать и обработать достаточно материала. В свою очередь, сам полученный материал позволил сформулировать окончательные выводы по результатам всего исследования, которые представлены в следующем подпункте.

2.3. Результаты и выводы исследования

2.3.1. Рациональные и иррациональные факторы в докризисный период

Анализ российского рынка акций проводился автором на основе мнений респондентов, аналитических материалов экономистов и специалистов, работающих на рынке акций и мнений самого автора по следующим периодам: до мирового финансового кризиса 2007-2008 гг. (с 2000 по 2007 гг.), мирового финансового кризиса, затронувшего Россию (2008 г.), посткризисного и восстановительного периода на российском рынке (с 2009 по 2011 гг.). Основой для анализа послужили наиболее известные и значимые события (обвал рынков в США, падение цены на нефть, дело „Юкоса” и другие важные события), как в самой России, так и в мире в целом, но имеющие влияние и на российский фондовый рынок. Анализ имел целью показать, когда на рынке преобладали рациональные, а когда иррациональные факторы, по мнению респондентов в отмеченных автором событиях.

Движение рынка зависит от комбинации реакций различных людей на различные действия и информацию, поэтому за любым событием стоят различные психологические и другие факторы. Так, падение рынка с 29 августа 2000 года стало критическим из-за неоправдавшихся надежд на его стабильный рост. За событиями в 2000 году (см. таблицу 1) просматривались рациональные факторы (выборка проводилась на основе наибольшего количества мнений респондентов, были и те, кто видел иррациональность или наоборот, как за данный год, так и в последующие рассматриваемые годы), так как до 2000 года шла активная „накачка” экономики заемными деньгами, в то время как реальная стоимость активов росла гораздо медленнее. Кроме того возникла зависимость рынка акций России от США, а цены на нефть снизились во втором полугодии 2000 года с 35 до 20 долларов за баррель (см. рисунок 1). Все возникшие и накопившиеся диспропорции привели к событиям, произошедшим в 2000 году.

На события 11 сентября 2001 года отреагировали все ключевые индикаторы мировой экономики. Теракты стали серьезной трагедией, но экономика США из-за этого остановиться не могла. После стабилизации сырьевых рынков и начала положительной динамики индексов США российский рынок развернулся вверх и немного восстановил свои позиции после резкого снижения котировок акций в 2000 году. Росту российского рынка могла способствовать переоценка рисков инвестирования в развивающиеся рынки под воздействием такого неординарного события, как теракт 2001-го года в США. Таким образом, наблюдалась закономерная коррекция после падения, т.е. наличие рациональные факторы.

На рисунке 1 приведены события, показывающие за которыми в период с 2000 по 2009 (2010, 2011 годы рассмотрены как прогнозные годы) годы (аналитические отчеты, известные события и факты и т.д. за рассматриваемые годы) стояли рациональные, иррациональные и другие факторы. Это дает возможность выявить, как те или иные события психологически повлияли на поведение участников российского рынка и могли ли они быть учтены при принятии решений.

Исходя из рис. 1 и составленной на основе его таб. 7 следует, что в 2002 году инвестиционные предпочтения объяснялись скорее рациональными факторами, основанием для которых были:

- улучшение состояния российской экономики;
- появление возможности вновь „делать” деньги.

Российский рынок, будучи развивающимся, обладал большим потенциалом для роста, что в свою очередь привлекало инвесторов. На рынок в основном возвращались те, кто уже работал на нем в 90-е годы.

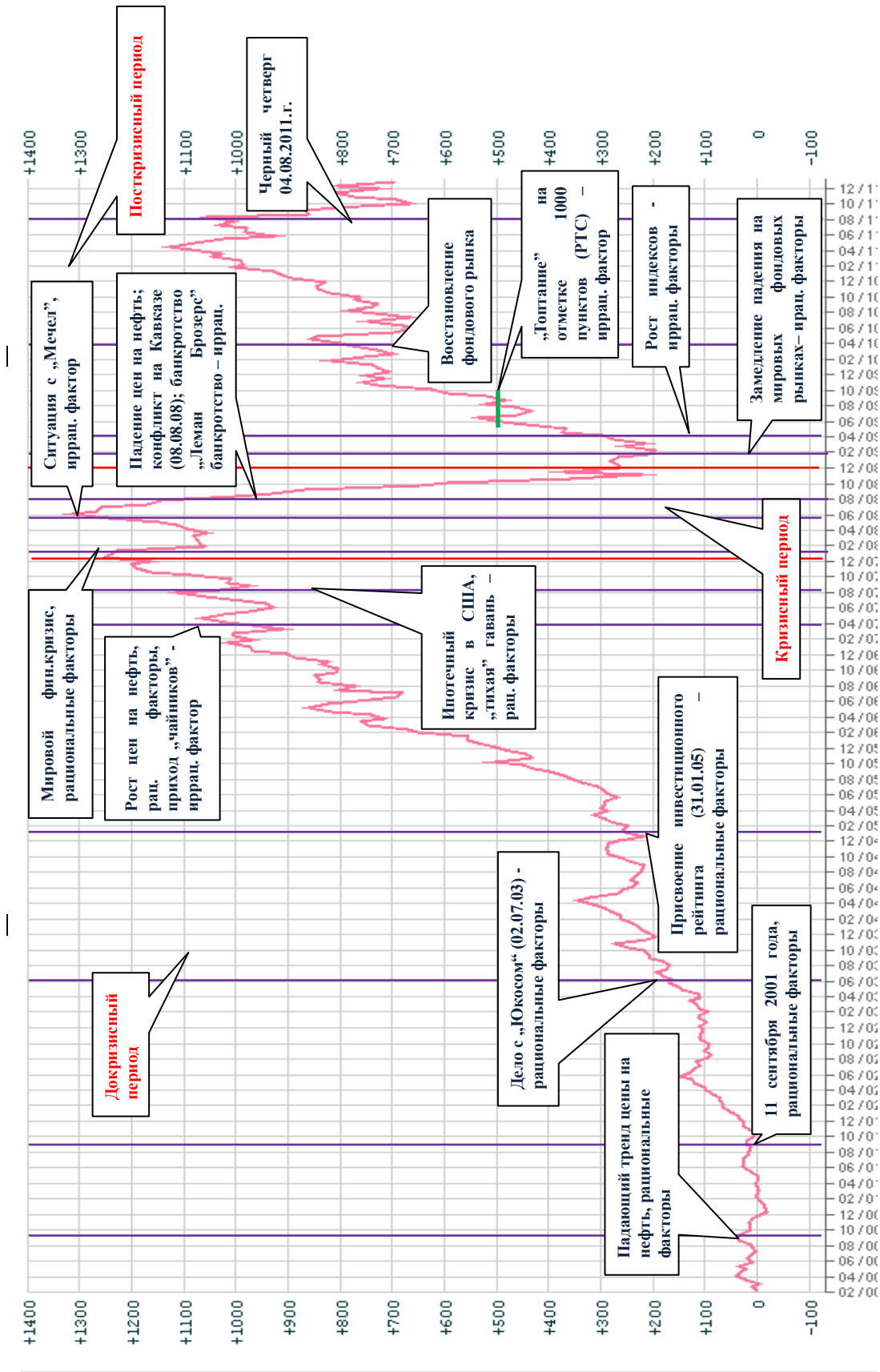


Рисунок 1. График значимых событий, повлиявших на динамику цен на РТС в период с 01.01.2000 по 31.12.2011 (Источник: Динамика индексов и инструментов РТС. 16.01.2012); составлено автором.

В 2003 году продолжилось привлечение новых инвесторов на российский рынок - сегмент срочного рынка начал активно восстанавливаться. Одной из причин повышения стоимости российских акций стало очередное перераспределение активов в промышленности и распространение их рост на „второй эшелон“. Начался стабильный приток средств на фоне стабильного развития экономики, что явилось очень привлекательным фактором для инвестирования в развивающийся рынок - в этом усматривались рациональные факторы. Несмотря на благоприятный внешний фон, негатив внесла история с „Юкосом“, которая началась 2 июля 2003 года, когда арестовали совладельца „Юкоса“ - Платона Лебедева. По результатам проверки было возбуждено уголовное дело и арестованы причастные к сделке руководитель МФО „Менатеп“ Платон Лебедев и руководитель „Юкоса“ Михаил Ходорковский. Тем временем „Юкосу“ были предъявлены многочисленные налоговые претензии, что привело к потере им основного добывающего предприятия - „Юганскнефтегаза“, которое досталось государственной „Роснефти“. 21 ноября 2007 года „Юкос“ был ликвидирован как юридическое лицо (Дело Юкоса).

На росте капитализации компаний в 2004 году сказалась избыточная внутренняя ликвидность, сформировавшаяся на фоне роста мировых сырьевых рынков. Хотя доля российских инвесторов на рынке была недостаточно велика, они все более активно, а временами даже агрессивно, позиционировались в скупке российских активов.

Фондовый рынок в 2005 году постепенно стал выравниваться, и у инвесторов появилась возможность для большей диверсификации портфелей за счет второго эшелона (Крупнейшие брокеры в России в 2005 году). Фондовый рынок показал не только хорошую доходность (+83.29% по индексу РТС, закрывшись на уровне 1125.6 п.п.), но и стал более предсказуемым, уменьшил волатильность (благоприятная конъюнктура сырьевых рынков (*Brent* +46%), присвоение 31 января 2005 года инвестиционного рейтинга (*BBB-*) от *Standard & Poor's*. Долгосрочное погашение Россией части долгов перед МВФ и рехеджирование индекса *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* в пользу российских акций привело к возвращению крупных

западных фондов в Россию и пересмотра, в количественную сторону, состава инвестиционных портфелей. Развивающаяся экономика России стала привлекательной для кратко- и среднесрочных инвестиций, при этом рынок начал развиваться не только количественно, но и качественно. (Лучшие акции) В этом виделись рациональные факторы и технически все они выражены низкой волатильностью, сильным повышательным трендом - высокой степенью определенности на рынке.

В то же время рост рынка в 2005 - 2006 годах не был строго равномерным: бурный подъем на положительных новостях сменялся краткосрочными коррекциями при появлении информации о возможном перегреве. Здесь могли найти свое отражение психологические факторы: на рынок стали приходить „чайники”, которые вообще не знали, как себя ведут рынки и какие риски они в себе несут. Их действия часто можно признать иррациональными и совершаемыми под влиянием разных побочных и несущественных факторов, не имеющих к реалиям никакого отношения.

В 2007 году на рынке доминировали рациональные факторы: основные фондовые индексы демонстрировали умеренную динамику, на российском рынке наблюдался заметный рост - российский рынок акций отражал общемировую тенденцию (увеличение цен на нефть, обвал американской валюты, снижении процентной ставки ФРС до 4,5 %). Существовали и другие (фундаментальные) предпосылки для прихода инвесторов на российский рынок, такие как: высокая внутренняя ликвидность (сконцентрированная в окологосударственных финансовых институтах и государственных финансах) и положительное сальдо торгового баланса, недооцененность акций российских компаний по ряду мультипликаторов к зарубежным аналогам, высокие цены на товары российского экспорта, а также то, что Россия стала более политически предсказуемой. К концу 2007 года индекс РТС демонстрировал последовательное преодоление новых высот, обновляя исторические максимумы. За анализируемый в рамках работы период (с 2000 по 2011 гг.) рост индекса РТС в среднем составил 29,6 % (Соколовская). Однако, несмотря на то, что

новости с мировых площадок продолжали оказывать влияние на ситуацию на российский рынок акций, он становился все более зависимым от сырьевых факторов и меньше ориентировался на колебания американских индексов, а по фундаментальным показателям рынок был переоценен на 6-7 % (Соколовская).

Таблица 1. Присутствие рациональных и иррациональных факторов за период с 2000 по 2009 год (на основе большинства мнений респондентов)

Рассматриваемый период/год/месяц	Факторы	
	Рациональные	Иррациональные
2000	+	
2001	+	
2002	+	
2003	+	
2005	+	
2006	+	+
2007 в первой половине	+	+
2008		
С середины июля		+
С августа		+
Сентябрь		+
С октября по ноябрь	+	
2009		
Июнь-июль		+
Июль-август	+	

Источник: Данные исследования; составлено автором

В целом можно заключить, что за период с 2000 по 2007 годы, в конкретно отмеченных значимых событиях респонденты, т.е. участники опроса, видели в основном рациональные факторы, которые можно объяснить предсказуемостью происходящих событий на российском рынке и в мире, а также уже прошедшими событиями как свершившимся фактом. Также можно сказать, что на российский рынок стали влиять мировые события; появилась политическая стабильность и предсказуемость, несмотря на негативные факторы. В том числе сохранилась и

продолжала/ет сохраняться ценовая зависимость от нефти, а также как развивающийся рынок, он стал привлекать спекулянтов.

2.3.2. Рациональные и иррациональные факторы в кризисный период (2008 год)

Российский кризис 2008 года начался с частного сектора и был спровоцированный чрезмерными заимствованиями частного сектора в следующих условиях: оттока капитала, зависимостью от нефтегазового сектора и ужесточения условий внешних заимствований. Все это и продолжавшийся мировой кризис, начавшийся в 2007 году, усугубили положение на российском фондовом рынке.

Российский рынок акций в январе 2008 года оказался самым худшим из всех мировых фондовых рынков. Такого плохого января для российского рынка акций не было 10 лет. Падение было вполне ожидаемым, так как весь финансовый мир начал падать в декабре 2007 года, а Россия оставалась „островком стабильности“ или „тихой гаванью“. В январе она просто догнала в падении весь остальной мир, но российские участники фондового рынка оказались явно не готовы к такому раскладу, его конъюнктура полностью определялась настроением краткосрочных спекулянтов на внешних рынках. В пользу таких ожиданий говорила и фундаментальная недооцененность акций большинства крупнейших компаний, и политическая стабильность в России, и отсутствие потерь российских корпораций от кризиса в ипотеке США. (Российский фондовый рынок) Падение рынка акций - общемировая тенденция, а то, что российские ценные бумаги опускались быстрее, чем акции других развивающихся стран, связано еще с докризисными оценками России. Поскольку российский фондовый рынок уже более или менее интегрирован в мировую экономическую систему и торги американскими депозитарными расписками (*ADR - American Depository Receipts*) на российских эмитентов во время новогодних каникул продолжались и повторяли динамику ведущих мировых фондовых индексов, то поводом для снижения послужили внешние данные - США: негативная статистика,

как корпоративная, так и государственная (инфляция достигла максимума за последние два десятилетия), и открытие торгов на российских биржах, после новогодних каникул. Не надо забывать и о российско-украинском газовом конфликте. Суть конфликта заключалась в транзите газа в Европу по территории Украины и цены поставок Украине российского газа, который фактически повторялся в январе каждого года (см. рисунок 1).

В 2008 году падения на фондовом рынке ждали, но не столь внушительного и явно не ожидали такого эффекта - рынок просто завалился в сентябре-октябре. За событиями в начале 2008 года все видели рациональные факторы, связанные с мировым экономическим кризисом, а именно:

1. Кризис ипотечных агентств Федеральной национальной ипотечной ассоциации (*Fannie Mae*) и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредитования (*Freddie Mac*) (2007 года) в дополнение к мировому дисбалансу 2008 года.
2. Власти РФ „распечатали“ копившиеся два года на высоких ценах на нефть национальные фонды, направив из них 50 миллиардов долларов во Внешэкономбанк (ВЭБ) на рефинансирование внешних долгов российских компаний и банков. Принято решение о серьезных налоговых послаблениях для бизнеса - снижение ставки по налогу на прибыль с прежних 24 % до 20 %.
3. Взлет до 147,27 \$ и обвал цен на нефть, снизившихся до 34,49 \$ за баррель.
4. Рост социальной напряженности и готовность государства ее снижать. Рост задолженности по зарплате, по данным Росстата, в октябре 2007 года составил 33 %, а в ноябре долг вырос вдвое - до 7,8 миллиарда рублей, или 2 % от фонда оплаты труда в РФ. Рост безработицы: на 16 декабря 2007 года официально в органах занятости были зарегистрированы 1 миллион 395 безработных.
5. Стабилизационный „план Полсона“ (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*) (по имени главы Минфина Генри Полсона) в США. Пакет мер властей США по спасению американских рынков от последствий в них же зародившегося мирового кризиса не помог с „разрешением вопросов с системными рисками” на рынках капитала в США и проблемными активами.

6. Валютная нестабильность в России и мире: к декабрю уже почти 45 % вкладов в крупнейших банках РФ было в валюте. С конца 2007 по начало 2008 Банк России планомерно ослабляет рубль в виду сокращение экспорта.
7. Огосударствление мировой экономики. Власти США и ряда стран Европы перед лицом кризиса и массовых банкротств были вынуждены прибегнуть к национализации банков и целых отраслей реального сектора экономики. (Российский фондовый рынок)
8. Предложение российских властей по ситуации в „Мечел” (Российский фондовый рынок). Бумаги „Мечела“ начали стремительно дешеветь сразу после заявления премьер-министра РФ Владимира Путина, раскритиковавшего сбытовую политику компании, которая, по словам премьера, в первом квартале 2008 г. продавала сырье за границу по ценам вдвое ниже внутренних. В середине июля 2008 г. ФАС возбудила дело в отношении ООО „Торговый дом „Мечел“ по итогам проверки ситуации на рынке коксующего угля (Заявление Путина обрушило акции „Мечела“ более чем на треть), после чего последовал отток капитала. Также падение цен на нефть - часть инвесторов в этот период могла поддаться панике при сильной волатильности и периодической приостановке торгов, в данном случае имелись иррациональные факторы. С августа 2008 года, помимо мировых проблем наложились и внутренние факторы: война на Кавказе (3-х дневная война по принуждению Россией грузинской стороны к миру во время нападения Грузии на Южную Осетию).
9. В сентябре 2008 года обанкротился „Леман Брозерс” (*Lehman Brothers*), что привело к массовому бегству из рискованных активов - нежеланием терять средства ввиду озвученных факторов. Однако рынки явно не ожидали такого эффекта, они просто „завалился” в сентябре - октябре. В этом можно увидеть иррациональность – выкопали сами себе яму. Иностранцы начали по-другому оценивать политические риски.
10. С октября по ноябрь 2008 г. динамика российского фондового рынка стала выглядеть уже лучше (выступление президента РФ Д. Медведева перед СФ), ситуация на мировых финансовых рынках (замедление падения) складывалась в

пользу роста российских индексов. Также замедление падения цен на нефть, вкупе с выделением средств правительством РФ своим предприятиям дало толчок к росту фондового рынка, после чего на нем произошла коррекция и стабилизация.

Таким образом, основанные решения для покупки и продажи бумаг в 2008 году принимались на основании анализа среднесрочных трендов (1-3 месяца), данных технического анализа (фундаментальных поводов не было), отчетности компаний за полугодия и кварталы, выступления видных экономических и политических фигур и поддержки рынка со стороны ВЭБа. Конечно, свое влияние оказало и принятие решения о господдержке фондового рынка и запрете коротких продаж, динамика внешних рынков - макроэкономическая статистика из США. Некоторую роль сыграли слухи и догадки, что предприятия пойдут в банкроты, а цены все равно будут подниматься и т.д.

В этом, наверное, можно увидеть иррациональность. Также часть инвесторов в этот период могла поддаться панике при сильной волатильности, периодической приостановке торгов и негативной реакции крупных инвесторов, а иностранцы начали по-другому оценивать политические риски. С октября по ноябрь 2008 года действия властей были рациональными, поскольку были очень высокие шансы перехода прав собственности на заложенные в иностранных банках активы, что повлекло бы очередные проблемы с переходом собственности от одних владельцев к другим.

А вот математического объяснения для выражения описания поведения на рынке в 2008 году не виделось, так как математически можно вывести функцию, описывающую любую кривую. Так же существует определенный класс инвесторов - некрупные фонды, специализирующиеся на вложения в акции и облигации, в том числе и развивающихся стран с инвестиционным рейтингом. У таких некрупных частных фондов зачастую в инвестиционной декларации прописано правило об избавлении от всех активов развивающихся стран, ведущих активные боевые действия с сопредельными государствами. После военных действий в Осетии эти

фонды были вынуждены закрывать все длинные позиции, подогревая тем самым панические настроения. Дополнительно можно еще сказать, что у зарубежных банков были заложены по сделками РЕПО (*REPO - repurchase agreement*) довольно крупные пакеты акций, по которым наступил так называемый маржин колл (*Margin call*¹⁰) так как ставки *LIBOR* (*London Interbank Offered Rate*, Лондонская межбанковская ставка предложения) в этот момент уже были достаточно высоки, возможности перезанять денег у основных владельцев не было. В условиях снижающегося рынка любая продажа более или менее крупного пакета акций, заложенного в РЕПО вела к усилению снижения цен.

О периоде 2008 года в целом можно сказать, что за рассматриваемыми событиями в основном, виделись иррациональные факторы, связанные с негативными явлениями на фондовых рынках как России (за событиями лета 2008 года) так и в мире целом, а рациональные факторы, проявились в конце года и связаны с улучшением ситуации на мировых рынках и в России.

Можно сделать вывод, что фундаментальные классические теории за рассматриваемый период с 2000 по 2008 гг. не всегда отвечали реалиям на рынке, особенно в краткосрочном периоде, но это нормальная ситуация, так как рынки всегда ударяются в крайности. Так на российском рынке фундаментальные теории подвергаются сильному воздействию спекулятивных настроений (к примеру, со слов респондента „выносы Газпрома выше фундаментала, загон отдельных энергетических акций вниз в 10 раз ниже оценочной стоимости, а это только спекуляции!“) и это нормальная ситуация. Главное было разглядеть в текущей ситуации аспекты теории.

¹⁰Требование к заемщику доплатить определенную сумму (маржу), представляющую собой разницу, возникшую из-за падения курса ценных бумаг, валюты, товаров, переданных в обеспечение каких-либо обязательств; применяется для обеспечения различного рода кредитных операций и операций „репо“ (Лозовский 2001).

2.3.3. Рациональные и иррациональные факторы в посткризисный период (с 2009 года) и прогноз на будущее

В этой части магистерской работы рассматривается послекризисный период, начиная с 2009 года и прогноз на будущее время (в 2010 и 2011 годах иррациональные и рациональные факторы не могли рассматриваться, так исследование основывалось на данных 2009 и началом 2010 годов), согласно ответам респондентов и аналитическим материалам.

С начала 2009 года индексы российских фондовых рынков показывают постепенный рост и их значение немного выше значения за аналогичный период прошлого года. Настроение рынка умеренно-оптимистическое, так как после падения он получил возможность отыграться, а позитивный внешний фон позволяет ожидать продолжения роста котировок на российском рынке, хотя рынок еще далек от своего докризисного уровня.

Основной индекс российской биржи РТС вырос в два раза по сравнению с началом 2009 года, показав наилучший результат среди всех фондовых индексов мира. В ходе сессии 29 сентября 2009 года он достиг отметки 1265,9 пункта, что на 100 процентов больше показателя закрытия последнего дня торгов в 2008 году. Кроме того, свою роль сыграл и обвал индекса в конце 2008 года, когда он потерял почти 70 процентов от максимума (РТС стал самым быстрорастущим фондовым индексом в мире). Стремительный подъем основного показателя РТС в 2009 году объясняется ростом цен на нефть и металлы, поскольку большинство „голубых фишек” на бирже представляют компании углеводородного и металлургического секторов. На других ведущих развивающихся рынках паника была значительно менее ощутимой и падение оказалось не таким глубоким (Российские фондовые индексы стали одними из лучших за десятилетие).

Наконец, на рост индекса положительно повлияло снижение курса доллара по отношению к рублю, поскольку котировки на бирже номинируются в американской

валюте. Индекс другой российской биржи ММВБ, номинируемый в рублях, вырос с начала года менее чем на 95 процентов. (Российские фондовые индексы стали одними из лучших за десятилетие) В 2009 году (см. рисунок 1) присутствовали иррациональные факторы, нестабильная мировая экономическая ситуация, все это давило и на российский рынок, ведь фундаментально экономика продолжает выглядеть слабо, она в застое, но все надеются на лучшее. Кроме того много денег, которые надо куда-то размещать, текущий пример иррационального (технического) фактора - „топтание” рынка в районе психологически важной отметки 1000 пунктов в июне-июле 2009 года (см. рисунок 1).

Помимо этого всегда присутствуют краткосрочные факторы, в том числе спекулятивные. Спекуляции осуществляются теми, кто всегда, в том числе, в период кризиса, предпочитал именно эту модель поведения - спекулятивную. К ним примкнули и те, кто ранее стремился держать часть портфеля в бумагах на среднесрочную перспективу, особенно второго эшелона. В 2009 году инвесторы отдавали предпочтение наиболее ликвидным активам, чтобы иметь возможность быстро избавиться от них. Рынок осторожничает в ожидании следующей волны обвала рынка, инвесторы пересматривают стратегии с тем, чтобы иметь возможность быстро избавиться от активов.

Хотя в июле - августе 2009 года присутствовали и рациональные факторы все-таки рынок на сегодняшний день „бычий”, что поддерживается высокими ценами на нефть. Но на 2009 год, предполагается назревшая коррекция к росту, т.к. макроэкономическая статистика и отчетности компаний оптимизма не вселяют.

Прогнозировать изменения на рынке возможно не более чем на пару месяцев, поэтому в нынешней ситуации краткосрочные прогнозы давать проще, т.к. они основаны на техническом анализе, фундаментальном прогнозе и на денежных потоках. Поэтому такие прогнозы вполне имеют шансы оправдаться, чего нельзя сказать о долгосрочных прогнозах, так как на любые долгосрочные ожидания будет влиять информация, поступающая в будущем и с учетом того, что любой тренд может быть

многократно усилен страхами инвесторов. Это обстоятельство способно „завалить” рынок сильнее, чем фактический размер бедствия, что и произошло в октябре-ноябре 2008, о чем свидетельствует, в частности, значительно большее снижение индексов России по сравнению с источником негатива - США.

На рынке в основном предпочтение отдаётся рассмотрению ценовых графиков за небольшие текущие отрезки времени (на дневных, часовых и пятиминутных форматах). Технические особенности построения графиков для анализа цен априори означают рассмотрение цен попериодно (каждая отдельная свеча графика, также как и на баровом графике, включает данные о сделках за определенный период). Несмотря на то, что период для анализа каждый участник рынка выбирает сам, самым распространенным является период, когда каждая свеча включает данные за один день. Временной интервал же может быть сколько угодно велик, однако оптимально рассматривать годичный срок. Рассмотрение иных периодов оправдано тогда, когда очевидно имеют место сильные колебания рынка, вызванные объективными обстоятельствами. Например, в 2009 было оптимальным рассматривать не годовой период графика, а полуторогодовой, начинающийся с лета 2008 года, когда на рынке наблюдались наиболее яркие кризисные явления. Таким образом, можно говорить о том, что периоды весьма условны и произвольны, за исключением случаев резких экономических колебаний, которые определяют границы периода для анализа более четко.

Но также есть мнение (с мая по ноябрь 2009 года) тех кто считал, что долгосрочное инвестирование возможно (см. рисунок 1) в длительной перспективе, но на срок не менее трех лет, так как сейчас довольно благоприятное время для долгосрочных инвестиций: акции дешевые („через пару лет поднимутся“); рынок еще не высоко поднялся со дна. Так как цены на нефть и металлы растут, то на любые долгосрочные ожидания (от 1 до 3 лет), будет влиять информация, поступающая в будущем, а в нынешней ситуации долгосрочное прогнозирование гораздо более простая вещь, так

как долгосрочное поведение подчиняется теории экономических циклов (по крайней мере, пока подчинялось).

Нужно, для начала, сформировать для себя эти ожидания. Со слов респондента: „если уж Газпром обанкротится, то деньги в этой стране (в России, *примечание автора*) все равно уже ничего стоить не будут. Руководствуясь таким мнением, инвесторы держат в портфеле бумаги первого эшелона на перспективу 5-7 лет. Однако, это скорее небольшой процент трейдеров - вряд ли такой подход можно назвать массовым”. В то же время есть серьезные опасения „второй волны” кризиса.

Учитывая нестабильную мировую экономическую ситуацию, прогнозировать изменения на рынке возможно не более чем на пару месяцев. Поэтому прогноз на перспективу российского рынка зависит от многих факторов, таких как: цены на нефть и общее отношение глобальных инвесторов к развивающимся рынкам. В целом преобладают позитивные настроения и предполагается рост в долгосрочной перспективе - рынок будет восстанавливаться и ожидается подъем в 2010 году. Кризис не закончился и еще может быть вторая волна падения, но при этом надо следить и вовремя вскочить на подножку восходящего тренда (*up-trend*), если таковой все же образуется в 2009 году. Поэтому будут и панические продажи, и необоснованные покупки. Всегда будет довольна значительная часть игроков, слепо следующих за рынком ввиду страха перед следующей волной обвала рынка, панические продажи будут превалировать.

Результаты исследования наглядно продемонстрировали, что по поводу краткосрочных и долгосрочных прогнозов развития рынков единого мнения нет. Рост фондового рынка не может быть самоцелью. Таким образом, можно сделать вывод, что „классическую теорию“ легко „натянуть“ на свершившийся факт, но предсказать будущее почти нереально. „Не так давно участвовал в написании дипломной работы по матанализу. Проводили анализ стоимости акций за последние 5-7 лет. Так на любой график „натягивалась“ либо одна, либо другая математическая модель, но не все сразу. Вывод - предсказать какая из моделей будет работать завтра - нереально”,

высказался один из респондентов. ”Опять же: уже который раз кризис учит, что глупо рассматривать фондовый рынок в отрыве от реальной экономики. Но нет: находятся оптимисты, которые рассматривают фондовый рынок исключительно как вещь в себе”. (Гюнтер 2008: 208)

Фондовый рынок России 2010 года после кризиса 2008 года сумел восстановиться и начал успешно функционировать. За истекшие годы, российский рынок акций значительно (на 22-23 %) вырос, что является более чем достойным результатом на фоне многих других рынков. Российский рынок стал одним из лидеров роста в 2010 году, обогнав по этому показателю большинство развитых и развивающихся рынков, хотя так и не вернулся к докризисным уровням (Российский фондовый рынок вырос за год на 22-23 %). Так, индекс ММВБ за год увеличился на 23,2 % с уровня 1370 пунктов до уровня 1688 пунктов, а индекс РТС - на 22,5 % с 1445 пунктов до 1770 пунктов (Российский фондовый рынок стал одним из лидеров роста в истекшем 2010 году).

Наиболее удачными оказались сделки с бумагами эмитентов, чей бизнес больше ориентирован на внутрироссийский рынок и меньше зависит от мировой конъюнктуры. Так, индекс акций машиностроения с начала 2010 года вырос на 56,3 %, а индекс бумаг потребительского сектора поднялся на 51,4 %. При этом индекс нефтяных эмитентов увеличился всего на 10,5 %, что стало худшим показателем среди всех отраслевых индексов ММВБ. Нефтяной индекс лишь повторил динамику роста цен на нефть - они поднялись на 10,6 %. (Фондовый рынок. Итоги 2010 года, прогнозы 2011 года)

По показателю наращивания объемов фондового рынка Россия объективно стала одной из ведущих стран мира, а также лидером группы БРИК. Так, за 2010 год стоимость акций российских компаний увеличилась на 49 %. Ситуацию на российских торговых площадках в 2010 году определяли не столько внутрироссийские факторы, сколько ожидания инвесторов по поводу посткризисного восстановления мировой экономики. Это объясняется следующими причинами.

1. Прежде всего ценами на нефть, а также тем фактом, что изначально акции российских компаний были недооценены по сравнению с зарубежными аналогами (Фондовый рынок. Итоги 2010 года, прогнозы 2011 года). По данным агентства *Bloomberg* российский фондовый рынок является самым недооцененным в мире. Отношения капитализации компаний, входящих в индекс ММВБ, к прогнозной прибыли за год (P/E) составляет 6,8. Это самый низкий мультипликатор среди 59 рынков, отслеживаемых агентством *Bloomberg*, у которых среднее значение - 12. При сравнении с показателем P/E , рассчитанного по компаниям индекса *MSCI All-Country World*, российский фондовый рынок недооценен на 42 %. (Прогноз динамики фондового рынка на 2011 год)
2. Кроме того, следует учесть, что рост на фондовом рынке является показателем заинтересованности инвесторов в активах российских компаний, а инвестируемые в Россию денежные средства положительно влияют на рост экономики в целом. От поведения международных потребителей будет зависеть и динамика котировок акций металлургических предприятий. На стоимость бумаг российских телекоммуникационных и энергетических компаний в значительной мере повлияет реформирование этих отраслей. (Фондовый рынок. Итоги 2010 года, прогнозы 2011 года)

2011 год по ряду внутренних и внешних причин оказался для российского фондового рынка весьма тяжелым. На фоне негативных процессов, протекавших в мировой экономике, год оказался неудачным для фондового рынка. Хуже него был лишь кризисный 2008-й. Российский рынок практически полностью зависим от настроений на зарубежных рынках, а также от рынков сырьевых товаров, поэтому его динамика повторяет динамику мировых фондовых рынков.

Падение рынка было вызвано существенным оттоком капитала иностранных портфельных инвесторов. Фонды вывели с российского рынка абсолютно все, что было инвестировано с начала года (по итогам 2011 года будет зафиксирован чистый

отток около 60 млн. долларов). То, что российский рынок акций показал худшие результаты по сравнению с развивающимися рынками, имеет две основные причины. Во-первых, российская экономика показала скромные результаты по сравнению с другими рынками. Во-вторых, в России во второй половине 2011 года значительно выросли политические риски, в связи с чем усилился отток капитала из российской экономики. (Королева: Негатив с позитивным прогнозом)

„Во втором квартале ситуация быстро изменилась. Несмотря на оставшиеся высокими цены на нефть, российский рынок не остался в стороне от страхов по поводу возможного распада еврозоны на фоне резко обострившихся проблем с экономикой Греции. Российские индексы во втором квартале 2011 года проиграли и другим развивающимся странам, и США. При этом рубль продолжил укрепление, хотя цена на нефть немного снизилась. Для иностранных инвесторов дополнительным негативным фактором стало, пусть небольшое, обесценение рубля (30,59 рубля за доллар в начале года)”. (Кузин)

В первом квартале 2011 года цена нефти марки Brent резко выросла с \$ 92,4 за баррель в начале года до \$ 117,3 к концу квартала, причиной тому послужила волна революций в ряде стран арабского региона, включающий в себя Европу, Ближний Восток и Африку (*EMEA - Europe, the Middle East and Africa*). Если в начале года Россия была лидером по притоку средств в фонды, то во второй половине года многие из пришедших вслед за высокой ценой на нефть решили покинуть российский рынок. (Кузин)

После 4 августа 2011 года, „черного четверга”, когда обрушились американские, затем азиатские и европейские биржи, осенью рынок жил страхами и надеждами, связанными в первую очередь с Европой. ”Так же обнажились проблемы не только периферийных стран вроде Португалии и Греции, но и куда более крупных стран ЕС в лице Испании и Италии” (Кузин).

С годами цены всегда растут, и капитализация рынка всегда увеличивается, но естественно случаются моменты спада, если стабильная информация отсутствует, то точные прогнозы невозможно дать. Аксиома - рынок всегда растет. „Зарабатывать можно, когда растет рынок, но люди склонны делать заключения, что это их заслуга и у них это получается. То, что рынок будет всегда расти - это заманчивое предложение, ты купил акции, они растут, получаешь деньги, но может быть и не так, и тогда люди прогорают” со слов респондента.

„Факт заключается в том, что никто не имеет никаких мало-мальски достоверных представлений о том, что произойдет в следующем году, на следующей неделе или даже завтра. Если вы надеетесь добиться успеха на биржевом рынке, вы должны избавиться от привычки слушать прогнозы. Крайне важно, чтобы вы никогда не воспринимали всерьез прогнозы экономистов, советников и других финансовых оракулов”. (Гюнтер 2008: 77) „События, происходящие в финансовом мире, суть следствия деятельности множества людей, и никто не имеет даже туманного представления о том, что случится в будущем. Долгосрочная стратегия освобождает от необходимости принимать частые и, возможно, болезненные торговые решения. Привлекательной характеристикой долгосрочных инвестиций является тот факт, что они позволяют сэкономить на комиссионных расходах. Любая инвестиция требует периодического переосмысления и переоценки, человеческое поведение не может быть предсказано, поскольку любые финансовые прогнозы по своей сути являются прогнозами в отношении человеческого поведения”. (Гюнтер 2008: 85, 87)

В виду непредсказуемости, краткосрочные прогнозы давать можно, в отношении долгосрочного поведения стоит задуматься, потому что на основе краткосрочных прогнозов все же сложно составить долгосрочное поведение, т.к. существует большая доля риска. Хотя инвестиции на долгосрочную перспективу тоже вполне оправданы, но в нынешней ситуации лучше просто покупать стрэдлы (*straddles*) и стрэнглы (*strangles*) (опционные стратегии, в которых не важно, куда пойдет рынок - вверх или вниз). А что касается прогнозов на восстановление российского рынка после кризиса

(с 2010 по 2011 гг.) и возможной его „второй” волны падение в 2011 году (см. рисунок 1), то они оправдались.

Можно заключить, что за рассматриваемый период с 2000 по 2011 годы, на российском фондовом рынке (акций) произошло много различных изменений, связанных как с событиями в самой России, так и в мире целом (к примеру, мировой финансовый кризис 2007-2008 гг. и другой поток новостей), которые стали оказывать влияние на эмоциональное состояние российских участников рынка и их рациональное или иррациональное поведения.

Становление российского рынка происходило постепенно – от прихода на него ”чайников” в самом начале зарождения рынка до смены их на спекулянтов, которые использовали быстрый рост и возможности заработать на российском рынке. Российский рынок стал зависеть не только от внутрироссийских событий, но и от мировых. Рациональность виделась на обоснованных и предсказуемых событиях, а иррациональность на негативных и непредсказуемых. Предсказать, как будет вести себя рынок в краткосрочной или долгосрочной перспективе не всегда возможно или невозможно вообще.

2.3.4. Личностно-психологические особенности респондентов, работающих на российском фондовом рынке

Результаты проведенного теоретического и эмпирического анализа, показали, что фундаментальные прогнозы и технический анализ играют важную роль при работе на рынке фондовом (акций), но рынок управляется также психологией участников рынка и зависит от их реакции, давления со стороны членов своего круга, собственных побуждений и других факторов. Исследование позволило более детально разобраться в огромном количестве фактов, которые большинством участников рынка или игнорируются, или признаются лишь на словах без детального изучения. К психологическим факторам относятся реакция на информацию, интуиция,

личностные качества участника работающего на рынке акций и другие. На основе проведенного исследования можно сделать следующие выводы.

Одним из наиболее важных в области психологии инвестирования является вопрос личностных качеств, которыми необходимо обладать участнику рынка, чтобы успешно работать на рынке акций. Поведение на рынке, как и инвестиционное поведение в целом, нельзя рассматривать без учета ведущей роли личности человека.

При принятии решений в данной сфере деятельности большое влияние на участника рынка могут оказывать различные ограничения в работе, так как в работе необходимо руководствоваться рамками существующего законодательства РФ, несмотря на то, что законодательная база рынка ценных бумаг в РФ и далека до совершенства. Также имеются различные внутренние документы, разработанные с учетом требований законодательства РФ, и неспецифические нормативные акты, исполнение которых также является обязательным: должностные инструкции и формальные законы (например: аналитик не должен напрямую общаться с трейдингом, но может это делать опосредованно), положения о рисках и взаимодействии между подразделениями, прочие предписания и документы. Все это не всегда благоприятно сказывается на выполнении работы, ведь „всегда хочется иметь минимум ограничений, но однозначно негативно оценивать ограничения не стоит, а подстраховывать свои действия бывает очень полезно и с ним не стоит бороться, так как если бы законов не было, то был бы бардак, то однозначно всем от этого стало бы только хуже” (со слов респондента). Таким образом, регулирование рынка необходимо. Если происходит освоение каких-либо новых сегментов финансового рынка, для которых законодательство пока не регламентировано, то участники рынка (некоторые организации) выступают с инициативой принятия (доработки, изменения) подобных законов. В ситуациях, когда законом четко не регламентированы „правила игры” в определенной области, либо законодательство не соответствует изменившимся условиям, то все это только „ухудшает эффективность работы”. К примеру, когда в законах встречаются противоречия или не вполне прозрачные

формулировки, то такие законы мешают и появляется соблазн трактовать их наиболее выгодным для компании образом. Но всё-таки в данной сфере деятельности законы РФ гарантируют порядок и строгое исполнение своих обязательств и контрагентами, и партнерами по отношению к компании. Поэтому с ограничениями справиться удастся, соблазна подавить нет и нет смысла считать, насколько снизилась бы прибыльность операций. Законы и создаются для развития фондового рынка и создания равных возможностей для всех его участников. Риски при этом, вероятно сокращаются, так как ни одна компания не выжила бы, в том числе и потому, что вследствие недобросовестности других могла бы лишиться прибыли (см. вопрос 1.1. приложения 9).

Работа на рынке акций, в большинстве своем, подразумевает командную работу, а работа в команде подразумевает доверие к мнению других сотрудников и это, в свою очередь дает, возможность получать дополнительную информацию, если нет достаточной информации в открытых источниках. Вообще человек склонен видеть факты, которые подтверждают его позицию, и игнорировать факты, которые ей противоречат. Такие ситуации возможны в случае, когда в определенной области человек некомпетентен, к примеру, со слов респондента: „Стараюсь регулярно общаться с теми, кто работает в сфере ценных бумаг и если компетенция данного человека проверена временем и выслушивать их мнения, так как более опытные в рассматриваемом вопросе коллеги обосновывают свою точку зрения фактами, а если не обосновывают, то прошу обосновать”, поэтому „приходилось полагаться на мнение более опытных коллег”. Правильно оценить информацию из этой сферы самостоятельно иногда затруднительно, но это может привести к слишком сильной зависимости от советов других. Тревожные участники рынка более склонны верить слухам и следовать советам, особенно в условиях недостатка информации, а это, в свою очередь, ведет к тому, что участник рынка руководствуется в принятии решений собственными фантазиями и ожиданиями (Мухортов 2005: 66). „На примере клиентов смотрела, когда начинаются массовые покупки и продажи. Когда начинаются массовые явления, то люди, которые работали по системе и строили планы на

следующий день, дожидаясь определенных точек, они все бросают и делают как все. Таким образом, эффект толпы может перевернуть мнения человека на 180 градусов. Раз все продают, значит они что-то знают, сделаю это и я. Люди, которые могут себя сдерживать, они на этом зарабатывают. Те люди, которые способны противостоять массовым покупкам и продажам, они, конечно, делают на этом деньги, но таких людей мало“, один из ответов респондента.

Как известно, факты надо уметь еще и трактовать. Участники рынка, ориентированные на технический анализ (на графики происходящих явлений), ориентированы на факты, но мало собрать их, надо еще эти факты проанализировать и трактовать в таком случае правильно, а решения, естественно, принимаются самостоятельно („но все же, я придерживаюсь политики, что на рынке верить никому нельзя“). Но кризис показал, что многие умные люди ошибались (см. вопрос 1.2. приложения 9).

Работа любого участника рынка акций всегда связана с негативными эмоциями. Примерно на 70-88% (согласно опросу респондентов) эмоции удается подавлять. По словам одного респондента, „ситуации принятия решения „на эмоциях“ случались, однако успешными такие решения не были“. „Если у меня какие-либо проблемы, которые могут помешать принятию адекватных решений, то постараюсь вообще не торговать“, со слов другого респондента. В остальных случаях эмоции все же берут свое, что является неизбежным. Вот как, к примеру, один из участников описывает работу на рынке: „принцип состоит в том, чтобы заранее проанализировать ситуацию и принять решение о том, на каких ценовых уровнях открывать в позиции и в каком случае их закрывать. Устанавливаются стоп-лоссы (*Stop-Loss* - ограничение убытков) („это касается, прежде всего вопросов получения прибыли, со стопами у меня все в порядке“) и тейк-профиты (*Take-Profit* - получение прибыли), причем все эти решения принимаются не в период торгов, а после закрытия, т.к. только так можно нивелировать эмоциональный фактор. Любое отступление от намеченного плана губительно, поскольку продиктовано не здравой оценкой и математическими расчетами, а исключительно эмоциями“.

Некоторые респонденты считают, что эмоции подавлять не имеет смысла, более того, это даже опасно, поэтому снимать их необходимо физическим трудом или спортом. Если физическое состояние было объективно плохим, то решения не принимаются, а „люди, не контролирующие себя и свое состояние, не удерживаются в этом бизнесе”, по словам респондента. Утомление, истощение, информационная перегрузка, беспокойство, связанное с тем, что у конкурентов лучше, все это не благоприятствуют работе и интуиции. Напротив, отдых, избыток сил, здоровье способствуют творческим успехам в работе, к примеру, некоторые участники рынка могут и расслабиться, уйти по своим делам, не купить-продать вовремя и т.д. (см. вопрос 1.9. приложения 9)

Отношение к употреблению алкогольных напитков (см. вопрос 1.10. приложения 9) у участников рынка спокойное и зависимости нет („В нерабочей обстановке с употреблением всего перечисленного встречаюсь регулярно. Были единичные случаи с коллегами, очень редко. На рабочем месте алкоголь может употребляться и в малых количествах по случаю какого-либо праздника, но после окончания рабочего дня. Сам употребляю только алкоголь, только по праздникам в хорошей компании, под хорошую закуску”, по словам респондента). Наркотические вещества никто из участников опроса не употребляет, что ”могло бы являться признаком большей склонности к риску, осторожным людям обычно немного легче изменить свой подход к инвестициям, мысленно представив и проиграв в теории, как они будут воспринимать более высокий риск” (Кохен 2004: 211) и тщательно анализировать динамику акций, потому что у многих людей страх перед риском возникает от страха перед неизвестностью, при этом в более проблематичной ситуации находятся те, кто любит рисковать, а здесь могут быть и психологические проблемы. „Хотя в 80-х годах брокеры употребляли наркотики: в те времена мужские туалеты были известны как места, где можно было купить и употребить наркотик, и ни для кого это не было секретом. Так же обычными были длинные ланчи с обильными возлияниями и никто особо не возражал, если они (брокеры, примечание автора) не появлялись в конторе во второй половине дня. Финансы были забавой привилегированных”. (Кохен 2004: 215)

Отношение к кофе и энергетическим напиткам у опрашиваемых, работающих в данной сфере, умеренное, так как ”кофе пьют только по утрам, до работы или только по выходным с утра, а чашка чая в середине дня”. Энергетические напитки не употребляют, поскольку это может плохо повлиять на самочувствие. Можно сделать вывод, что кофеин в значительной мере блокирует интуицию и креативность, не хватает тонкого чувственного восприятия, а мышление становится слишком линейным (см. вопрос 1.11. приложения 9).

У некоторых из опрашиваемых личные биоритмы не всегда совпадают со временем работы. Примеры ответов: „не вполне, у меня маленькие дети“, „мне было бы комфортнее начинать работу на два-три часа позже“, „не совпадают, потому что я себя хорошо чувствую ночью, а работать надо днем”. В некоторых организациях есть возможность начинать работу позже, к примеру в *LHV* (Эстония). (см. вопрос 1.12. приложения 9)

На рынке акций, как одного из составляющих фондового рынка, происходит множество событий и потрясений, способных оказать влияние на участника при принятии решений. В большинстве случаев они являются неотъемлемой частью этой жизни, поэтому избежать или обойти их просто нереально, но знать о них необходимо. Если человек хочет быть успешным участником фондового рынка, то это накладывает определенные ограничения и требования на его личностную психологию: нужно развивать дисциплинированность, бороться со страхом, жадностью, эйфорией, избегать азарта и, вообще, воспринимать трейдинг как работу, а не как игру, „хотя это недостижимый идеал, по моему скромному мнению (*In my humble opinion*)”, заключает один респондент.

В заключение можно сказать, что опрошенные участники фондового рынка имеют достаточный уровень доверия как к своей организации, её сотрудникам и коллегам, так и государству, стараются держать под контролем свои эмоции, быть независимыми в принимаемых решениях от влияния биржевой толпы, предпочитают рациональное принятие решений, не злоупотребляют вредными привычками и

кофеиносодержащими напитками на работе и сопоставляют свои возможности, к примеру биоритмы, с возможностью организации.

2.3.5. Влияние финансово-экономической информации на поведение участников фондового рынка

Важной составляющей на рынке акций, является финансово-экономическая информация как главный инструмент, который позволяет её участникам работать на нем, имея необходимые и нужные сведения об этом рынке. Проблема достоверной и качественной информации (на 89 % качественная, по мнению респондентов) на рынке ценных бумаг является более широкой проблемой качества информации как таковой. Хотя на российском рынке акций информация относительно качественная, но все-же уступает информации по западным рынкам, а российский рынок, к сожалению, инсайдерский. Поэтому очень сложно принимать правильные инвестиционные решения, но зато можно спекулировать.

Существуют субъективные мнения аналитиков и компаний, журналистов и издательств в которых они работают. В связи с этим, главным источником информации являются данные технического анализа, а фундаментального лишь побочно. Поэтому основными источниками информации являются программа интернет-трейдинга, корпоративные новости в доступных информационных системах и СМИ („Ведомости”, „Коммерсантъ”, (*QUIK*¹¹ - *Quickly Updatable Information Kit*), Скрин¹², а вспомогательными – новостные ресурсы Международной информационной Группы „Интерфакс“ (*Interfax Information Services Group*), Блумберг (*Bloomberg*),

¹¹Семейство информационно-торговых систем, обеспечивающих оперативное получение информации и участие в торгах через интернет.

¹²Система комплексного раскрытия информации об эмитентах и профессиональных участниках фондового рынка.

Ройтерз (*Reuters*), Ситигруп (*Citigroup*), Морган Стэнли (*Morgan Stanley*), различные блоги и РосБизнесКонсалтинг (при этом они стараются отражать ее как можно качественнее)), также есть определенный блок информации, который стабильно влияет на фондовый рынок: цены на сырье, инвестиционный фон на иностранных торговых площадках, макроэкономическая статистика, корпоративные новости и политические события.

Вот мнение респондентов в отношении информации, которую хочется слышать: ”когда ждешь определенного рыночного сигнала, можно ошибочно принять за него какую-либо новость, лишь отдаленно намекающую на такой исход, под которую возможно требуется подгонять”, но по мере накопления опыта такому виду информации доверяют все меньше и меньше. Всегда хочется слышать и верить в позитивную информацию, но доверять положительным новостям следует осторожно, учитывая фундамент той или иной новости. При появлении новой информации, когда уже решения приняты (см. вопрос 2.7. приложения 9), она должна быть проанализирована, так как новая информация (отрицательная или положительная) может в корне поменять планы, вызывать эмоции и, в случае ее существенности, по мнению участника рынка, необходимо скорректировать торговую стратегию. В своей книге об инвестициях Ларри Свидрой указывает на то, что многие участники рынка сильно переоценивают новую информацию по сравнению с полученной ранее, что может запутать их и поэтому необходимо правильно интерпретировать новую информацию (Мухортов 2005: 134). Однако, в 95 % случаев это нужно делать не в течение торгов, так как только однозначно и бесспорно критическая информация (объявление о банкротстве крупного игрока, резкое изменение политической обстановки и т.п.) может спровоцировать отмену намеченных мероприятий, прочие же данные, такие как статистика и корпоративные новости вполне могут быть обработаны позже, так как не внесут критических изменений в рыночную обстановку. „Чрезмерная информированность часто ведет к конфузам, поскольку информация противоречива и подчас категорически противоположна, а человек начинает

игнорировать негативную информацию, выделяя только подтверждающие сигналы” (Мухоротов 2005: 33, 128).

Если такого рода информация подтверждает аналитику, то это доверительная информация, так как подтверждающая информация ценится больше, особенно предоставляемая биржей (основанная на фактах и достоверных экспертных оценках) относительно движения цен, поскольку это является основополагающим моментом при открытии и закрытии позиций. „Бытует мнение по поводу того, что компания нравится и у неё все обстоит хорошо, но и у хорошей компании может быть все плохо и наоборот, у плохой компании дела обстоят хорошо”, со слов респондента. „Безусловно, участники рынка, торгующие строят предположение, что вот если будет так, то я куплю и в такое-то время продам, и они ждут этого, и любое мимолетное движение в ту или иную сторону они могут истолковать как сигнал, делают выводы, и продают и покупают. На самом деле, это может быть ложный сигнал, они могут не удостовериться и доверяют той информации, какую запланировали, и чуть рынок двинется, он уже видит рост, но это может быть ложный сигнал, и от опытного человека услышав падение, не поверит“, по словам одного респондента. Таким образом, человек всегда ищет подтверждение, а не опровержение своим идеям и как следствие, возникает замедленная реакция на неожиданную информацию. „Поэтому, если мы не привыкнем схватывать информацию и отделять нужное от ненужного, то поток пустой информации и слухов вскоре разрушит наше мировоззрение” (Твид 2000: 129).

Анализ показал, что обладая достаточной информацией, можно переиграть рынок, т.к. другие участники рынка могут иметь совершенно иные ожидания и настроения, которые могут быть переломлены той самой недоступной информацией. Либо, с помощью такой информации можно попытаться опередить основную массу. Если ожидания совпадают и имеются сведения о предстоящей динамике цены, то можно крайне выгодно заранее открыть соответствующие позиции и закрыть их в наиболее прибыльной точке.

Своевременное получение информации имеет большое значение тогда, когда заработок строится на точном предсказании движения рынка (потому что возможно более уверенно предположить что произойдет в ближайшем будущем и как себя поведет рынок). Иногда некоторым участникам рынка удавалось получить такую информацию. Однако, точный анализ может позволить участнику рынка спрогнозировать ситуацию и наиболее оперативно отреагировать на изменение рыночной ситуации - в этом смысле у него может появиться информация раньше, чем у других. Это инсайдерская информация, т.е. информация, недоступная широкой публике, а в России нередки случаи, когда этим пользуются („Круг таких людей значительно меньше, чем кажется большинству участников рынка, потому-что менталитет людей такой, что они склонны видеть везде заговор. Инсайдеры - это директора крупных компаний, которые принимают решения, к примеру, о слияниях, сделках по разделу принадлежащих активов. Большинство топ-менеджеров, таким образом, кратковременно обладает такой информацией, но потом она появляется и в прессе тоже”, со слов респондента), но ответственность за использование инсайдерской информации предусмотрена согласно ст. 15.21 „Использование служебной информации на рынке ценных бумаг” „кодекс об административных правонарушениях” (КоАП). Согласно закону, уголовная ответственность за недобросовестную деятельность на рынке ценных бумаг наступает в случае причинения существенного ущерба или получения существенного дохода в результате недобросовестных действий.

Для того, чтобы рынок акций был информационно-эффективным по мнению опрошенных, необходимо (см. вопрос 2.6. приложения 9) следующее:

- полная, прозрачная и хорошая система раскрытия информации эмитентами, чего можно достичь только законодательно установленными требованиями к нормам корпоративной этики, в частности, регламентирование обязательного раскрытия информации на различных этапах деятельности;
- постоянный доступ участников к информации о торгах в лентах новостей, большое количество участников и их высокий профессиональный уровень;

- совершенствование законодательства, развитие экономики и изменение приоритетов и психологии всех участников процесса.

При появлении новой информации, когда решения уже приняты (см. вопрос 2.7. приложения 9), она должна быть проанализирована, так как новая информация (отрицательная или положительная) может в корне поменять планы, вызывать эмоции и, в случае ее существенности, по мнению трейдера, необходимо скорректировать торговую стратегию.

На поведение участников рынка оказывали сильное влияние новости о банкротстве крупнейших игроков фондового рынка, новости, указывающие на усиление степени вмешательства государства в процесс регулирования, данные макроэкономической статистики (ряд событий 2008 года, такие как: военные действия в Осетии, конфликт ТНК-ВР, деление бизнеса Прохорова М. и Потанина В., ликвидация РАО, конфликт Мечела с властью). „Но главная новость: что бы ни случилось - а жизнь продолжается! И надо научиться выживать в любых ситуациях” резюмирует респондент (см. вопрос 2.8. приложения 9).

Результаты опроса показали, что многие участники рынка (примерно каждый третий) сталкивались в своей деятельности с „информационными бомбами”. Пресса не является независимой, в том числе, информационные агентства, но влияние на нее оказывается из других социальных слоев, нежели тех, к которым относится большая часть российских участников рынка, причем не только в России, и через некоторое время, такого рода информацию удастся переосмыслить (см. вопрос 2.9. приложения 9). В современный век инфотехнологий распространить слух довольно легко, потому что есть механизм, как можно это сделать: у многих есть интернет (социальные сети, блоги в интернете (твитер, фейсбук) и тд). На подобных интернет-ресурсах легко распространить любую информацию, т.к. данные ресурсы с одной стороны не подлежат строгому контролю, а с другой стороны имеют высокую посещаемость. Такую „утку” очень просто запустить, к примеру, в печатное издание можно написать,

коммерческих изданий много (интернет), а редакция несет ответственности за информацию, которую публикуют, и многие люди могут поверить. В наших реалиях и легче запустить, чем когда-либо. К примеру, были слухи (2009 год) о привилегированных акциях Сбербанка, якобы они будут конвертироваться в обыкновенные, но ничего не произошло, но акции в цене поднялись. „Слухи о возможной конвертации привилегированных акций Сбербанка появлялись время от времени, а нет видимых реальных подтверждений того, что привилегированные акции будут конвертированы в обыкновенные, да и руководство банка ни намеком не дает понять, что этот вариант возможен” („Тройка Диалог“: если „префы“ (привилегированные акции) Сбербанка будут включены в индекс *MSCI Russia*, их дисконт к обыкновенным акциям уменьшится).

Другой пример - размещение акций ВТБ (*IPO*) в 2007 году. Все аналитики в голос говорили, что эти акции надо покупать. В мае 2007 года в рамках *IPO* было проведено размещение акций в количестве 1,513 трлн. штук или 22.5 % от уставного капитала (после размещения). Цена размещения составила 13,6 копеек за акцию. Первоначально объявлялось, что ценовой диапазон составит от 11,3 до 13,9 копеек. 65 % было размещено в Лондоне, а 35 % на внутреннем рынке. 31 июля 2007 года цена акций ВТБ впервые опустилась ниже цены размещения, в последующем так и не поднявшись выше этой отметки. Несмотря на регулярные уверения аналитиков о недооценённости этой ценной бумаги, под воздействием мирового финансового кризиса в октябре 2008 года курс акций опустился ниже 3 копеек. 22 января 2009 года стоимость одной акции на ММВБ составила 2,33 копейки. К 12 июля 2010 года курс акций ВТБ поднялся до 7,84 копейки за акцию. 26 мая 2010 года Наблюдательный совет ВТБ одобрил стратегию развития банка до конца 2013 года, одним из результатов реализации которой должен стать рост курса акций ВТБ до 15 копеек за акцию (Справка о компании ВТБ. Позиция на фондовом рынке 2011). „То, что акции недооценены, это выгодно, но акции так и не выросли и не приблизились к той цене, по какой покупались, даже до сих пор не выросли (по состоянию на октябрь 2010 года, примечание автора). Была ли это „утка” или возможно, была ошибка - какой-то

аналитик написал, а кто-то с него списал? Многие люди, и среди наших сотрудников (которые могли проверить и перепроверить) есть, кто купил и теперь сидеть им, видимо, долго. Но с другой стороны, некоторые могут и переносить ответственность на других, в России, к примеру, это часто происходит”, заключает респондент (см. вопрос 2.10. приложения 9).

„С появлением мощного информационного взрыва во второй половине XX столетия убедительно заявила о себе проблема информационной перегрузки людей. Она затрагивает интересы почти всех работающих с информацией. Под информационной перегрузкой следует понимать полезную (ценную) информацию, количество которой превосходит объективные возможности восприятия ее приемником (человек, группа людей). К полезной относится информация, необходимая для решения задач, обеспечивающих жизнедеятельность личности, организации”. (Еляков 2005: 116)

Большой объем поступающей информации вызывает эмоциональное напряжение, вредное для качественной работы участника рынка. У большинства из опрошенных участников рынка бывают информационные перегрузки и в такой ситуации принятие инвестиционных решений затруднительно и лучше ничего не делать. „Как показали исследования в области человеческой памяти, человек ежедневно „теряет” до 25 % информации, полученной ранее”. (Нейман 1999: 205)

„Говоря словами психолога Джорджа Миллера из Рокфеллеровского университета, это „строгие ограничения на количество информации, которое мы в состоянии принять, обработать и запомнить”. Классифицируя информацию, реферируя и „кодируя” различными способами, мы в состоянии расширить эти пределы до тех пор, пока не получим веские основания считать, что наши возможности исчерпаны”. (Информационная перегрузка. Механизм реализации)

Обобщая все вышесказанное относительно информации, можно сделать заключение, что необходимо контролировать информационный поток и фильтровать информацию, а столкнувшись с информационной перегрузкой (исследование влияния

информационной перегрузки при работе на данном рынке, к примеру, на рынке акций, может быть темой отдельного исследования), наверное, лучше принять ее как возникшую проблему, которой не стоит избегать, а искать способы и стратегию, чтобы пропускать ненужную или волнующую информацию.

2.3.6. Эмоционально-психологические аспекты, влияющие на поведение участников фондового рынка

В данном пункте исследования автором рассматривались такие моменты, которые могли повлиять на психологию участников рынка: Содержат ли рыночные движения какую-либо закономерность? Когда инвесторы быстрее закрывают свою позицию: когда акции возрастают или когда они падают? Имеется ли эффект диспозиции, иррациональность инвесторов и когнитивный диссонанс? Зависит ли поведение инвесторов от личностных и социальных факторов? Возможны ли психологические изменения со временем? Реагируют ли все люди в одно и то же время? и тд.

По мнению респондентов, рыночные движения содержат закономерность (см. вопрос 3.1. приложения 9), долгосрочную тенденцию и краткосрочные колебания, это показывает технический анализ. Однако, это закономерности другого порядка, нежели „каждый год в определенный день“, при определенных технических фигурах происходят совершенно определенные и прогнозируемые вещи. Такие закономерности слишком часты, поэтому охарактеризовать тенденции рынка, в целом основываясь на них, нельзя. Охарактеризовать закономерности рынка можно как фазы роста, падения и стагнации (циклы на рынке: если негативные новости, то вверх, если позитивные то, вниз). В любом случае, движение рынка имеет волновой характер и они цикличны. Закономерность рыночного движения связана непосредственно с выходом новостей. Какие выйдут новости, так и поведет себя рынок, в регулярной реакции на изменение финансово-экономической и политической ситуации в России. Рыночные движения являются индикатором, они вполне закономерны (например, это может объясняться временем появления на рынке инвесторов в РФ, Европе, США и

публикацией данных) и отражены в трендах. Наличие трендов тяжело отрицать, если посмотреть на график любой размерности. Равно как и наличие нетрендовых участков, „но как определить начался тренд или нетрендовое движение с вероятностью 100% не знаю“, со слов респондента.

Участники рынка быстрее закрывают свои позиции (в зависимости от размера позиции и своих стратегий) (см. вопрос 3.2. приложения 9), когда акции падают, стремятся ограничить свои убытки (когда цены на сырье падают, то продают акции сырьевых компаний). Когда рынок растет, то нужно успеть купить потенциально высокодоходный актив. Вероятно, можно говорить о диспозиции (эффект диспозиции конечно есть особенно в периоды падения рынка), если представить всю массу участников рынка как единый организм: если рынок падает (движение вниз всегда более стремительное, чем вверх. Позиции при падении закрываются быстрее, что, в свою очередь, ускоряет темпы падения, а результат обычно бывает более резким, чем рост). Разумеется, о такой стратегии без учета частностей для каждого конкретного случая вряд ли можно говорить как о доходной. ”У каждого участника рынка своя тактика. Сколько людей, столько и тактик. Это все очень индивидуально”- замечает респондент. Наверное, некоторым труднее фиксировать убытки, чем прибыли. В идеале, инвестор должен устанавливать для себя максимальный порог убытков по позиции и не опускаться ниже. Пример со слов респондента: „Лично мне легче закрывать длинную позицию после того, как цены прошли локальный максимум (когда позиция приносит прибыль) и короткую, когда цены прошли локальный минимум. Либо закрываю позицию по стоп-лоссу“.

Так как на рынке может присутствовать иррациональность инвесторов, то возможно использование иррациональности. Понимая тенденции поведения большинства, можно выгодно сыграть „против рынка”, т.е. купить в момент панических продаж и для извлечения прибыли, а реализовывать через различные системы принятия

решений на рынке - нейросети¹³ (см. вопросы 3.1., 3.2. приложения 9). Однако стоит отметить, что на этом строить свою инвестиционную стратегию нельзя.

На рынке работают преимущественно люди, которые подстраиваются под текущие экономические условия. Соответственно, торговать надо либо вместе со всеми, либо играть против толпы (что более рискованно). Поведение основной массы участников рынка можно объяснить следующими рациональными доводами (пусть и не сразу):

1. Толпа на рынке подвержена разным настроениям. Их можно условно разбить на две группы: „уверенность” и тот самый „массовый психоз”. Когда толпа находится в фазе „уверенность”, начинается и продолжается устойчивый рыночный тренд. В этой ситуации играть против толпы - опасно для торгового счета, лучше быть с ней вместе и идти в том же направлении. Когда на рынке начинается „массовый психоз”, т.е. совокупные настроения толпы по вопросу „покупать или продавать” перестают быть однозначными, от толпы лучше отделиться и наблюдать за ее действиями со стороны. Итого - стратегия такая: на фазе „уверенность” играем вместе с толпой в том же направлении, на фазе „психоз” от толпы отходим или даже ищем возможности сыграть в противоположном направлении. Основная задача при изучении психологии толпы - найти критерии, которые четко разделяют поведение толпы на „уверенность” и „психоз”.
2. Поведение отдельно взятых участников рынка может быть как рациональным, так и иррациональным. Чем более насыщенным является информационный фон, тем больше хаоса в действиях участников, тем больше они смотрят друг на друга и нуждаются в советах или поддержке при принятии решений. Чем „моложе” участник рынка (с точки зрения стажа торговли), тем больше он склонен к хаотичным действиям. На отдельного индивида также могут оказывать влияние

¹³Самообучающиеся системы, имитирующие деятельность человеческого мозга (Стариков: 28.02.2010).

самые разные факторы - от плохого физического самочувствия до плановой депрессии по поводу плохой погоды. Это если брать индивидуальные характеристики. Люди сравнивают малопонятные и малоизвестные явления, относительно которых надо принимать решения, с известными и понятными. Есть (очень заметная) склонность искать тенденции и тренды в том, что действительно является случайным блужданием.

Если речь идет о биржевой толпе и о поведении рынка в целом, то основные факторы, вызывающие хаотическое движение и неоправданные решения - информационная перенасыщенность, нестабильность рынка (когда что ни день, то новости и все отрицательные), нарушение привычного ритма функционирования (закрытие торгов, запрет на короткие (*short*) продажи, банкротство крупных операторов или эмитентов голубых фишек и т.д.) (см. вопрос 3.3. приложения 9).

У участников рынка, как показало исследование, может возникать такое состояние, как когнитивный диссонанс. Стереотип состоит, в частности, в том, что люди избегают ситуаций, в которых может возникнуть когнитивный диссонанс. Человек слаб и пытается найти в окружающем мире подтверждение своих выводов и догадок и при этом часто игнорирует очевидные вещи. Если руководствоваться не только математическими методами анализа, а прибегать к анализу новостного фона и фундаментальных показателей, то столкновение с различными трактовками одних и тех же показателей неизбежно. Но есть мнение, что при изучении нового объекта, т.е. при появлении информации, противоречащей ранее имеющейся, участник рынка принимает решение по мере того, как объект изучен, к нему формируется определенное отношение и противоречий быть не должно. Вывод: осведомленность о когнитивном диссонансе поможет отыскивать ту информацию, которая может расходиться с состоянием, характеризующимся столкновением в сознании противоречивых знаний, убеждений с интуитивными предчувствиями и поведенческими установками относительно данного рынка (акций) (см. вопрос 3.4. приложения 9).

Подавляющее большинство респондентов считает, что поведение участников рынка зависит от личностных и социальных факторов (прежде всего от того, как участник рынка смотрит и воспринимает рынок, т.к. у каждого человека разное восприятие, и соответственно действия на рынке также будут разными). Модели поведения участников рынка в первую очередь определяет уровень материального достатка. Поведение, главным образом, зависит от имеющихся знаний и опыта в данной сфере. Приобретая опыт и знания, участник рынка будет использовать другие модели поведения. Лица, имеющие большие активы, в большей степени склонны к риску, нежели те, для кого инвестируемые средства последние. Кроме того, нельзя не принимать во внимание такие личные качества, как импульсивность/сдержанность, целеустремленность/легкомысленность и др., которые также сказываются на поведении человека, в том числе, в процессе инвестиционной активности, потому что импульсивный и взрывной человек может оказаться очень сосредоточенным и собранным в моменты принятия решений о покупке/продаже активов. От личностных факторов очень сильно зависит скорость принятия решений агрессивность/пассивность и т.п. От социальных - далеко не всегда. Психологические изменения со временем вполне возможны. Они происходят только с теми, кто учится на ошибках, хотя бы на своих (см. вопрос 3.5. приложения 9).

Как показал анализ, люди (люди разные и зависит от психологических особенностей отдельно взятого индивидуума) не всегда реагируют одинаково, потому что информация поступает в разное время (кто у монитора тому сразу) и реакция у людей разная (за исключением значимых событий). Большинство рассматривают разные временные форматы: кто-то дневные графики, кто-то недельные, кто-то часовые, кто-то торгует по интуиции, кто-то по заранее подготовленному плану и это зависит как от внутренних факторов (скорость принятия решений, решительность), так и внешних (оперативность получения информации). Как правило, единовременная реакция происходит в результате появления какой-либо значимой глобальной информации, например макроэкономической статистики развитых стран.

Эффект толпы может влиять на поведение людей, в том числе участника рынка. Подверженность участника рынка такому влиянию зависит от его квалификации и опыта, возможно, от личностных качеств. О степени такого влияния в тот или иной момент судить сложно, но очевидно, что наиболее сильно оно проявляется в периоды резких колебаний и паники на рынке, по словам респондента: „сомневаюсь, что здесь появляется какое-либо коллективное сознание, просто люди иногда поддаются соблазну „сделать как все“ (см. вопрос 3.6. приложения 9).

Рассмотрев психологические аспекты и формы их проявления, можно сделать вывод, что рыночные движения содержат закономерность и что имеется эффект диспозиции, также имеется ряд отклонений оценок инвесторов от „рациональных“. Поэтому нечто, ранее считавшееся „опытом“, теперь является экспериментально подтвержденной категорией. Следовательно, при принятии решений следует учитывать такие факторы, как психология личности и психологический настрой рынка, а когнитивная и аффективная сферы личности оказывают влияние на принятие решения.

2.3.7. Учет участия интуиции при работе на фондовом рынке

В любом человеке присутствует начало интуиции (см. вопросы 1.13., 1.14., 5.7., 6.5. приложения 9), однако далеко не каждый ее применяет. Согласно опросу, 7 из 17 (см. рисунок 2) опрошенных пользуется интуицией, потому-что она „играет очень большую роль и помогает при работе“ и „несколько раз позволяла получить хорошую прибыль“. Другим же 6 из 17 опрошенных приходилось прибегать к помощи интуиции, но „зачастую они полагались на факты, цифры и аналитику“, так как „интуиция не всегда помогала“, и „интуицией фактически не пользовались“, потому что „интуиция - самое последнее дело при принятии решений“, а зачастую она проста „мешала“. Остальные же опрошенные затруднились ответить на этот вопрос и дать определение интуиции.

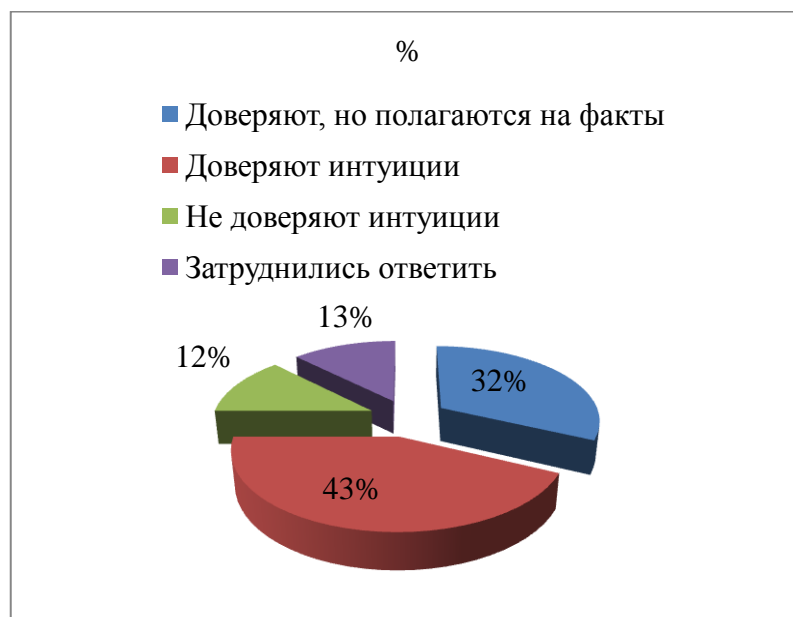


Рисунок 2. Отношение участников опроса к интуиции; составлено автором.

Примечательно, что те, кто пользуется и доверяет интуиции, считают, что интуиция – это „чутье, проницательность, тонкое понимание, проникновение в самую суть чего-нибудь, особый вид знания, специфическая способность, механизм творческой деятельности”, „интуиция для меня – это внутреннее ощущение или вывод без объяснения”, „способность принимать правильные решения, минуя промежуточные результаты”, применительно к работе - это идея касательно той или иной бумаги. Те из респондентов, которые не пользуются или не доверяют интуиции, интерпретировали определение интуиции, как „достаточный опыт, чтобы не раскладывать ситуацию по полочкам, а быстро принять решение”, „чутье, предчувствие, основанное на опыте, позволяющем видеть прецеденты для той или иной ситуации”, „интуиция - это ничем не обоснованное желание сделать какое-либо не логичное действие” и „подсознательный импульс к принятию решения на основании предыдущих знаний и опыта”. То есть как некое действие, основанное на предыдущем опыте, а если его нет, то „в таком случае, речь идет не об интуиции, а об удаче, о рулетке и в разрезе трейдинга - однозначно опыт обязателен”.

Конечно, даже имея высокоразвитую интуицию, нельзя действовать на рынке, используя только ее, а тем более использовать интуицию при слепом угадывании ситуации на рынке акций или другом, но можно использовать интуицию при анализе и прогнозе фондового рынка, другими словами респондента: „Как писал Александр Элдер, право на интуицию надо заслужить”.

Согласно опросу участников (см. вопрос 5.7. приложения 9) многие интуитивно предчувствовали обвал на российском рынке акций в 2008 году. Так со слов респондента: „Предчувствия были, после января-февраля 2008 г, при появлении новостей о сложном положении в американском финансовом секторе. Но настолько сильное падение было неожиданным“. „Некоторые предпосылки к снижению были, однако трудно было представить его масштабы“, резюмирует другой респондент.

У нескольких респондентов не было предчувствий относительно 2008 года: „Такой обвал никто не мог предвидеть, как и то, что нефть упадет до 30 со 140 долларов“, со слов респондента. Хотя у части респондентов были основания предполагать, что как минимум роста не будет, но это были не интуитивные предчувствия: „Были не предчувствия, а уверенность (с июля 2008 года), что мы должны упасть. Конечно никто не предполагал, что настолько сильно!“, отвечает другой респондент.

О возможном дальнейшем развитии на российском рынке акций, основываясь на интуиции (или возможно основываясь на ней, так как невозможно это точно определить - в основном интервью проводилось с помощью электронной почты) (см.

вопрос 6.5. приложения 9) респонденты отвечали: „Индексы лягут в „боковик”¹⁴ - спокойная ситуация, мотаться туда-сюда не будут” или „Оптимистично. Иначе бы уже искал другую работу”, также „в ближайшее время стоит ждать коррекцию. Сегодня мы все больше убеждаемся в том, что фондовый рынок не отражает реальной ситуации в экономике страны, поэтому торги будут проходить под влиянием внешних и политических данных”.

Бытовало мнение, что после 2009-2010 гг. будет „вторая волна падения рынков в ближайшем будущем (3 месяца), длительный период восстановления экономики (5-7 лет), постепенный стабильный рост. Изменения законодательства в части роли государства в финансовой системе (1-3 года). Повышение финансовой грамотности населения, рост числа инвестиционно активного населения (10 лет)”, согласно ответу одного из респондентов и другого: „Сейчас рынок ведет себя достаточно непредсказуемо, краткосрочные прогнозы давать можно, в отношении долгосрочного поведения стоит задуматься, потому что на основе краткосрочных прогнозов все же сложно составить долгосрочное поведение, т.к. существует большая доля риска”.

Но встречались и те, кто не доверял интуиции: „в ближайшее время начнется движение вниз, но интуиция дело последнее” или „в таких случаях я не полагаюсь на интуицию. Я просто покупаю стрэдлы и стрэнглы (опционные стратегии, в которых неважно куда пойдет рынок - вверх или вниз)”, со слов респондента. А как показал рынок, за исследуемый период с мая по ноябрь 2009 г (см. рисунок 1), за

¹⁴Термин „боковик“ означает боковое движение, то есть, стагнацию. Основанием для термина является график, который не имеет ярко выраженной направленности - не ясно, трактовать ли его вид как устойчивое движение вверх или как явно выраженное движение вниз. По сути, с уверенностью можно сказать только то, что график движется вбок (т.е. вправо), сделки с активом, по ценам которого строится график, совершаются, график строится, однако четкой направленной динамики выявить нельзя. Ситуацию неопределенности и называют „боковик“.

исключением июня, когда было падение больше чем на 200 пунктов, индексы росли с незначительными колебаниями (с 900 до 1250 пунктов).

Можно сделать вывод, что просто так прогнозировать фондовый рынок, основываясь только на интуиции, не стоит. Интуиция является поддержкой, а иногда может быть и заменой анализа, но никак не самим анализом. Многие участники рынков не решаются брать на себя ответственность за инвестиционные решения, основываясь только на интуиции, и предпочитают принимать за основу расчет и анализ. Истина же, как, собственно, всегда и бывает, находится где-то посередине.

На основании вышеизложенного можно заключить, что при работе на российском рынке акций, во-первых, необходимо учитывать психологические факторы, так как рынок остается все ещё притягательным для спекулянтов, а следовательно краткосрочный. Во-вторых, психологические факторы и восприятие влияют на финансовое поведение участников рынка. В-третьих, исследование показало, что психологические аспекты некоторыми участниками не учитываются или учитываются в малой степени, а эмоции, которые испытывает участник рынка, должны быть подавлены ясными, объективными и логичными рассуждениями, но чтобы стать успешным, надо много упорно работать над изменением качеств своего темперамента и характера. В-четвертых, становится ясно, что сегодняшний российский фондовый рынок, также как и фондовые рынки других стран, является иррациональным по своей сути в силу иррациональности его участников. В-пятых, можно доверять своей интуиции, но проверять теоретическим анализом и фундаментальными прогнозами. В-шестых, необходимо проводить больше научных исследований по психологии финансов, связанных с российским рынком, учитывающих российские реалии.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная магистрская работа имела своей целью выявление возможного влияния психологических аспектов на участников рынка, работающих на фондовом (рынке акций) рынке России. В рамках исследования была проведена и практическая работа. Для достижения основной цели были поставлены задачи, решение которых дало возможность сделать следующие выводы. Ниже приведены результаты теоретической части работы на основе теоретико-методологического материала.

Во-первых, произведён критический анализ, рассмотренных в первой главе основных финансовых теорий (Доу, волновой теории Эллиота, гипотеза эффективности рынка), с точки зрения поведенческих финансов о невозможности точного предсказания поведения на рынке. Анализ показал, необходимость знаний теорий на фондовом рынке (акций), ввиду того, что они помогают при работе на рынке и дают техническое представление о рынке. Но при этом необходимо учитывать и психологические факторы участников рынка, такие как рациональное и иррациональное поведение, эмоции его участников, их страхи, ожидания и надежды.

Во-вторых, была проанализирована роль психологии и эмоциональная склонность в контексте инвестиционного поведения и сделаны следующие выводы, что зачастую участники рынка инвестируют не тогда, когда существует подходящий момент, а тогда, когда у них есть свободные деньги. Инвестиционное поведение участников рынка определяется многими психологическими факторами и не может быть однозначно предсказано и очевидно описано, но участникам рынка необходимо стремиться учитывать влияние таких психологических факторов при принятии ими решений и сглаживать мешающие их работе. Те эмоции, которые присутствуют на

фондовом рынке, влияют на поведение участников рынка и умение с этими эмоциями совладать, дает возможность его участникам с наименьшими потерями или без потерь выходить из различных ситуаций присущих данному рынку, а на российском рынке, зачастую спекулятивном.

Обзор научных работ эстонских, российских и зарубежных учёных в области связанных с психологией финансов, показал, что в России исследования в области поведенческих финансов пока не получили широкого распространения, мало исследований по психологии финансов на российском развивающемся рынке и основаны они в основном, на публикациях зарубежных исследователей развитых рынков.

Во второй главе на основе эмпирических исследований и качественного анализа в рамках концепции поведенческих финансов были проведены, во-первых, аналитический анализ российского фондового рынка за период с 2000 по 2011 год. Краткий обзор действующих в России, до их объединения в 2011 году, фондовой биржи РТС и биржи ММВБ. Обзор крупнейших компаний по рыночной стоимости и количество компаний с первичным размещением акций за период с 2004 по 2011 гг. Обзор ликвидности от рейтингового агентства *Fitch Ratings* и индекса прозрачности (транспарентности) крупнейших российских компаний от *Standard & Poor's* с выводами и заключениями.

Во-вторых, анализ присутствия иррациональных и рациональных факторов за исследуемый период времени на основе мнений респондентов и их прогноз на будущее с аналитическими исследованиями за период с 2009 по 2011 гг. Сам анализ имеющих важных событий проводился на основе выборки автором, выбранных из аналитических материалов.

В-третьих, на основе результатов исследования сделаны выводы, основанные на интервьюировании и контрольно-индивидуальных полуформализованных интервью для проверки спорных результатов и уточнений отдельных аспектов,

специалистов работающих на российском фондовом рынке (акций), показывающие возможный учет или неучет участниками рынка психологических факторов в своей работе.

На основе полученных во время исследования и систематизированных в процессе обработки данных, можно сделать следующие выводы, что люди принимают решения и действуют под влиянием сложившихся стереотипов, иллюзий восприятия, предвзятых мнений, ошибок в анализе информации и самых обыкновенных эмоций; учитывание психологических факторов участников рынка акций является важной составляющей успеха; учитывание собственной интуиции позволяет научиться жить и действовать, руководствуясь не только логикой, но и непосредственным знанием и включением „шестого чувства“; теоретических исследований и научных разработок, основанных на исследовании психологических факторов на российском фондом рынке или адаптированных под российский развивающийся рынок недостаточно.

Изучив рациональные и иррациональные факторы, присутствующие на российском фондовом рынке за период времени от докризисного до посткризисного (2000 - 2011 гг.), а также на основе эмпирического исследования автором было выявлено следующее:

- проанализировав возможность применения поведенческих финансов в российской практике, показало, что многие участники российского акций рынка имеют небольшое понятие о существовании психологии финансов и возможности применения её на практике;
- российский фондовый рынок является привлекательным для инвестирования, становясь из спекулятивного развитым рынком на мировой сцене;
- нерешенность таких проблем, как малое количество представленных компаний, большая доля компаний, связанных с финансами или сырьевым сектором;
- малое количество ликвидных акций и низкая ликвидность российского рынка и нежелание инвесторов всерьез интересоваться вложениями финансовых

средств в компании, у которых отсутствовали значительные материальные активы, также остается в числе прочих приоритетных направлений качественного и количественного улучшения российского фондового рынка;

- проанализирована информационная прозрачность российских компаний на основе исследования информационной прозрачности на основе исследований *Standard & Poor's* и сделан вывод, что уровень развития практики российских компаний в области раскрытия информации находится на довольно высоком уровне, а предпосылка свободного доступа всех инвесторов к релевантной информации публичных компаний в целом выполняется;
- рассмотренные рациональные и иррациональные факторы показали, что российский фондовый рынок (акций) нельзя назвать рациональным или, по крайней мере, абсолютно рациональным, в силу иррациональности поведения участников. Следовательно, участники рынка в большей мере, чем когда-либо, должны учитывать в своих решениях факторы личной психологии и психологического настроения рынка;
- учёт различных психологических закономерностей поведения становится полезным для участников рынка, поскольку позволяет принимать разумные решения и уменьшать действия иррационального поведения;
- у российских участников рынка, по сравнению с западными, есть как ценные преимущества, так и серьёзные недостатки, такие как, нерешительность в своих действиях, и привычка пускать все на самотек; приверженность мнению окружающих и большинства; эмоциональность при принятии решений и др;
- рациональность участников рынка проявлялась на обоснованных и предсказуемых событиях, а иррациональность на негативных и непредсказуемых;
- предсказать, как будет вести себя рынок на краткосрочном или долгосрочном периоде не всегда возможно или невозможно вообще;

- возможного учета, влияющих психологических факторов на участников рынка при принятии решений, на российском фондовом рынке (акций) в данном исследовании не выявлено;
- многие из участников рынка не берутся принимать инвестиционные решения, основываясь только на интуиции, а предпочитают принимать за основу фундаментальные прогнозы и технический анализ;
- российскому фондовому рынку необходимы свои, адаптированные под развивающийся рынок, а не основанные на западном опыте, наработки в области психологии финансов.

Подводя итоги, следует сказать о том, что сегодня уже просто невозможно отрицать существование явной взаимосвязи между ценовыми движениями рынков и психологией участников. Только принимая во внимание и всесторонне изучая особенности поведения людей, можно строить сколько-нибудь целостные и реально функционирующие модели инвестирования на фондовом рынке (акций). Изучение человеческой природы, человеческого поведения поможет инвестору избежать ошибок. Самоконтроль эмоций и дисциплина помогут стать успешным участником фондового рынка (акций).

Все исследования носят указательный характер. Данная магистерская работа, по мнению её автора, может представлять интерес для участников российского фондового рынка, таких как управляющие директора и начальники отделов, фондовые и портфельные управляющие, аналитики, инвесторы и трейдеры. Практическое применение данного исследования поможет понять психологию фондового рынка и успешно использовать знания для работы. Возможно дальнейшее исследование данной проблемы путем детальной проработки отдельных затронутых в данной работе вопросам или изучение влияния других факторов, к примеру: интуиция на фондовом рынке; психология спекулянтов; зависит ли поведение инвесторов от личностных и социальных факторов и возможны ли психологические изменения со временем.

Автор выражает надежду, что дальнейшие исследования в области психологии финансов на российском фондовом рынке (акций) будут способствовать разрешению психологических проблем при инвестировании в России, помогут увидеть новые грани и психологии инвестирования, что будет являться значимым вкладом в область изучения как психологии, так и экономики в целом.

ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. **Barberis, N., Thaler, R.** A survey of Behavioral Finance. NBER Working Paper Series, Working Paper 9222, September 2002, 78 p.
[http://www.nber.org/papers/w9222.pdf?new_window=1]. 25.10.2010.
2. **Black, F.** Noise. Journal of Finance, vol. 51, 1986, pp 529-543
3. **Christian, H.** Does Intuition Influence the Accuracy of Forecasts on Stock Market?
[http://www.vet-research.net/ECER_2006/sep13/session_3a/P0706]. 04.12.2010.
4. **Deepak, L.** Reviving the Invisible Hand. Актуальность классического либерализма в XXI веке/ Пер. с англ. М.: Новое издательство, 2009, 426 с. (библиотека свободы).
5. **De Long, B., Shleifer, A., Summers, L.H., Waldmann, R.J.** The size and incidence of the losses from noise trading. Journal of Finance, vol. 44, 1989, pp 681-696.
6. Ernst & Young судят за банкротство Lehman Brothers.
[<http://www.rususa.com/news/news.asp-nid-65694>]. 05.04.2011.
7. **Fama, E.** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance 25, 1970, pp. 384-417.
8. **Kahneman, D., Tversky, A.** Prospect theory: an analysis of decision under risk. Econometrica, № 47, 1979, pp 263-291.
9. **Kahneman, D., Tversky, A.** The simulation heuristic. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. New York: Cambridge University Press, 1982, pp 201-208.

10. **Kukemelk, J.** Aktsiaturgude ebaratsionaalsuse põhjused ja ilmingud USA näitel. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2010, 101 lk. (magistriprojekt)
11. **Longer, E.** The Illusion of Control. Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 32, 1975, 311-328 p.
12. **Onemar, M.** Turuanomaaliaste esinemine Balti aktsiaturgudel. Magistritöö. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2009, 93 lk. (magistriprojekt)
13. **Pullerits, S.** Anchoring and adjustment in Estonian sell-side equity analysts' forecasts. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2010, 73 lk. (magistriprojekt)
14. **Ricciardi, V.** A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance, March, 2005.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=685685]. 02.09.2010.
15. **Symmonds, M., Emmanuel, J. E., Drew, M. E., Batterham, R. L., Dolan, R. J.** Metabolic State Alters Economic Decision Making under Risk in Humans. Plos one 5 (6). e11090. 2010.
[<http://www.plosone.org/article/info%3Adoi%2F10.1371%2Fjournal.pone.0011090>].
16. S&P prive les USA de leur "AAA" pour la première fois de leur histoire.
[<http://www.afp.com/afpcom/fr/taglibrary/thematic/economy>]. 06.08.2011.
17. **Raud, M.** (Trigon Capital fondijuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 15. mai 2009.
18. **Toomsalu, M.** (AS LHV analüütik). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 15. mai 2009.
19. **Tvede, L.** The Psychology of Finance. Chichester, John Wiley & Sons, Ltd, 2000, 296 p.
20. **Türner, P.** Isikuomaduste mõju investori pikaajalise tulemuslikkuse kujunemisel pokkerimängu näitel. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2009, 63 lk. (magistriprojekt)

21. **Thaler, R.** The Diversification Heuristic. Journal of Behavior Decision Making. 1999, Vol. 12, [<http://www.turtletrader.com/richard-thaler.html>]. 25.10.2010.
22. **Tšikova, N.** Aktsiaturgude arendus esinevate suureväärtuseliste muutuste iseloom (Venemaa aktsiaturu näitel). TÜ rahanduse ja arvestuse instituut, 2009, 143 lk. (magistripjekt)
23. **Tversky, A., Kahneman, D.** Belief in the Law of Small Numbers. Psychological Bulletin, 2, pp 105-109.
24. **Tversky, A., Kahneman, D.** Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty, 1974, pp 185, 1124-1131. [<http://www.hss.caltech.edu/~camerer/Ec101/JudgementUncertainty.pdf>]. 21.11.2010.
25. **Hirshleifer, D.A., Teon, S.H.** Heard Behavior and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. European Financial Management, 2003, 52 p. [<http://www.tagung05.uni-bonn.de/Papers/Walter.pdf>] 25.10.2010.
26. Акционеры ММВБ проголосовали за присоединение к РТС. [<http://top.rbc.ru/economics/05/08/2011/609147.shtml>]. 05.08.2011.
27. **Алексеев, В. Е.** Проблемы и перспективы развития финансового сектора экономики России. Вопросы экономики и права. № 5. 2010. 18 с. [http://ecsocman.hse.ru/data/2011/03/22/1268221671/Pages%20from%20ecsn_201005-3.pdf]. 02.12.2012.
28. **Амерханова, Н.А., Исаакян, С.А.** Финансовое поведение как объект психологического исследования, 2011, 39-62 с. [<http://www.hse.ru/org/persons/11875880>]. 21.10.2012.
29. **Арефьев, Е.** Минфин США обвинил Standard and Poor's в ошибке на два триллиона долларов. [<http://www.kp.ru/online/news/949462/>]. 06.08.2011.
30. Аналитики: российский фондовый рынок в 2012 году вырастет на 25-30%. [<http://www.ria.ru/markets/20111230/529808751.html>]. 15.03.2012.

31. **Басин, Е.** Гуманитарные науки: Психология и педагогика. Интуиция. [http://www.krugosvet.ru/enc/gumanitarnye_nauki/psihologiya_i_pedagogika/INTUITSIYA.html]. 10.02.2010.
32. **Берг.** Интуиция на фондовом рынке. [<http://berg.com.ua/press/intuition/>]. 03.09.2010.
33. **Берзон, Н.И., Буянова, Е.А., Кожевников, М.А. Чаленко, А.В.** Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля. Москва: Вита-Пресс, 1998, 400 с.
34. **Вашенко, Т.В., Лисицына, Е.В.** Поведенческие финансы - новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития. Финансовый менеджмент №1, 2006. [<http://www.dis.ru/library/fm/archive/2006/1/4068.html>]. 20.01.2010.
35. **Верхошинский, В.В.** Поведение инвесторов на рынке ценных бумаг: основы, закономерности, влияние на конъюнктуру отечественного рынка. Дипломная работа. Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 2003, 91 с.
36. Волновой принцип Эллиотта. [http://elaninvestment.com/technical_analysis/tech_analysis/5.html]. 09.01.2010.
37. Волновая теория Эллиотта. [http://ta.mql4.com/ru/elliott_wave_theory]. 09.09.2012.
38. **Глушенкова, М.** Капитальные просчеты. [<http://www.kommersant.ru/doc.aspx?fromsearch=4cab9429-1dd0-45f9-ab83-033351866ed6&docsid=1027004>]. 23.09.2008.
39. Годовой отчет ЗАО ММВБ за 2010 год. [<fs.rts.micex.ru/files/376/>] . 12.03.2012. 161 с.
40. Годовой отчет ОАО ММВБ-РТС за 2011 год 2012, 269 с. [<fs.rts.micex.ru/files/1609/1837/>]. 13.09.2012.
41. **Горяшко, А.** Мифы и реальность фондовых рынков. [<http://www.rcb.ru/rcb/2006->

- 02/7430/]. 02.2006.
42. Группа РТС. [<http://www.rts.ru/s14>]. 03.08.2010.
 43. **Гюнтер, М.** Аксиомы биржевого спекулянта. Пер. с англ. под ред. В.В. Ильина. СПб.: Питер, 2008, 208 с.
 44. **Дейнека, О.С.**, Экономическая психология. [<http://www.fakultet.net/forum/index.php?act=attach&type=post&id=1289>]. 03.09.2010.
 45. Дело Юкоса. [<http://www.lenta.ru/story/yukos/>]. 12.02.2011.
 46. Динамика индексов и инструментов РТС. [<http://www.rts.ru/ru/index/idxgraph.html>]. 16.01.2012.
 47. **Еляков, А. Д.** Информационная перегрузка людей. [ecsocman.hse.ru/data/714/647/1231/013_elyakov.pdf]. 2005. 8 с.
 48. Игра на бирже форекс. [<http://hardcurrency.biz/techanaliz/elliott/74-volnovaja-teorija-jelliota.html>]. 30.08.2010.
 49. **Илющенко, К., Огородников, Е.** Биржевые выскочки. Эксперт. 30 мая - 5 июня 2011, N 21 (755).
 50. Индекс ММВБ. [<http://www.micex.ru/marketdata/analysis?secid=MICEXINDEXCF&boardid=SNDX&linetype=candles&period=-1d>]. 03.09.2010.
 51. Индекс РТС. [<http://www.rts.ru/ru/index/rtsi/onlinegraphday.aspx>]. 03.09.2010.
 52. Инновации. Инвестирую за еду. [<http://www.gorodfinansov.ru/innovates/index.php?article=9614>]. 03.08.2010.
 53. Исследование информационной прозрачности российских компаний. [<http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=transres>]. 04.3.2011.
 54. Индекс информационной прозрачности российских компаний в 2009 г. остался на уровне 2008 г. и составил около 56%. [<http://rating.rbc.ru/news.shtml?2009/10/21/32594137>]. 04.03.2011.

55. Standard & Poor's оценила открытость российских компаний.
[<http://select.by/content/view/429/138/>]. 05.03.2011.
56. IPO и Частные размещения в России. Сравнительный обзор.
[<http://www.offerings.ru/rusIPO/>]. 03.09.2010.
57. Итоги работы Группы РТС в 2010 году. [<http://www.rts.ru/a21592/?nt=1>].
24.02.2011.
58. IPO и Частные размещения в России. Сравнительный обзор.
[<http://www.offerings.ru/rusIPO/>]. 03.09.2010.
59. Информационная перегрузка. Механизм реализации. [<http://pm-blogs.com/2008/12/28/%d0%b8%d0%bd%d1%84%d0%be%d1%80%d0%bc%d0%b0%d1%86%d0%b8%d0%be%d0%bd%d0%bd%d0%b0%d1%8f-%d0%bf%d0%b5%d1%80%d0%b5%d0%b3%d1%80%d1%83%d0%b7%d0%ba%d0%b0-%d0%bc%d0%b5%d1%85%d0%b0%d0%bd%d0%b8%d0%b7%d0%bc/>].
03.09.2010.
60. Исследование информационной прозрачности 2002 г. 6 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus2002.pdf>].
04.03.2011.
61. Исследование информационной прозрачности 2003 г.: позитивные изменения в практике российских компаний. 12 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2003.pdf>].
04.03.2011.
62. Исследование информационной прозрачности российских компаний 2004 г.: позитивная тенденция сохраняется, несмотря на политические барьеры, 17 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2004.pdf>].
04.03.2011.
63. Исследование информационной прозрачности российских компаний 2005 г.: прогресс продолжается, но в основном за счет менее прозрачных компаний, 17 с.

- [<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2005.pdf>].
04.03.2011.
64. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2006 г.: Скромные успехи на фоне всеобщего стремления к IPO, 42 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2006.pdf>].
04.03.2011.
65. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2007 г.: Значительные изменения в десятке лидеров. 31 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2007.pdf>].
04.03.2011.
66. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 г.: Незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO. 17 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=transres>]. 04.03.2011.
67. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2009 г.: Разрыв между лидерами и аутсайдерами увеличился. 24 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2009.pdf>].
04.03.2011.
68. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2010 г.: Умеренный рост прозрачности за счет компаний электроэнергетического сектора. 28 с.
[<http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/RussiaCorporateTDRus-2009.pdf>].
04.03.2011.
69. **Ичкидизе, Ю.В.** Иррациональные технологии на фондовом рынке.
[http://www.reflexivity.ru/files/ppt/Irrational_technology_open_lecture.ppt#293,5].
08.02.2010.
70. Закон волн Эллиотта и пятиволновая модель. [<http://www.bookforex.net/68.html>].
06.01.2010.

71. Заявление Путина обрушило акции „Мечела” более чем на треть.
[<http://treli.ru/newstext.mhtml?Part=5&PubID=21375>]. 23.02.2011.
72. Капитализация крупного бизнеса.
[<http://www.raexpert.ru/ratings/expert400/2003/capitalization/>]. 12.02.2011.
73. **Канеман, Д., Тверски, А.** Рациональный выбор, ценности и фреймы.
Психологический журнал. Т. 24, № 4, 2003, 31-42 с.
[<http://selfmoney.narod.ru/kanem.htm>]. 18.10.2010.
74. **Киселевич, Ю.В.** Проблемы развития фондового рынка РФ в современных условиях. 2008. 10 с.
[<http://www.universitys.ru/j/images/stories/nir/12/kiselevich.pdf>]. 02.02.2011.
75. **Колтынюк, Б.А.** Инвестиции. Учебник. - СПб.: Изд-во Михайлова В.А. 2003. 848 с. [http://forex-mmcs.ru/books/Textbook_and_lectures/B.Koltynjuk._Investments._textbook.pdf].
76. Компании, планирующие размещение (экспертная оценка).
[<http://www.offerings.ru/market/placement/futureplacement/>]. 15.02.2012.
77. **Королева, А.** Негатив с позитивным прогнозом.
[<http://expert.ru/2011/12/29/negativ-s-pozitivnyim-prognozom/?n=43561>].
15.03.2012.
78. **Костров, Р.** Бенчмаркинг. Что это, для чего и как работает.
[<http://www.radvert.ru/content/view/169/16/>]. 17.05.2007.
79. **Кохен, Д.** Психология фондового рынка: Страх, алчность и паника. Пер с англ.
Москва: Итернет-трейдинг, 2004, 364 с.
80. **Кочетков, С.** Фондовый рынок-2010: итоги. [<http://fintimes.km.ru/ekonomika-rossii/fondovyi-rynok/14726>]. 24.02.2011.
81. Крупнейшие брокеры в России в 2005 году.
[<http://rating.rbc.ru/article.shtml?2006/01/26/4695337>]. 12.02.2012.

82. **Кузин, М.** Обзор рынка по итогам 2011 года. Уходящий 2011 год был нелегким для инвесторов в российский фондовый рынок.
[http://sia.ru/?section=2363&action=show_news&id=235597]. 15.03.2012.
83. **Кэссон, Г. Н.** 12 Правил инвестирования Герберта Н. Кэссона. Маркет-Групп-Полтава, 2008, 33 с.
84. **Лапшин, А.** Ведомости. №246 (2516)
[<http://old.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2009/12/28/222350>]. 28.12.2009.
85. **Левин, К.** Год второй волны. Экономические итоги 2011 года. Финансовая газета. 12.01.2012.
86. Ликвидность российских компаний вызывает беспокойство.
[<http://www.banki.ru/news/lenta/?id=648247>]. 03.03.2011.
87. Ликвидность российских компаний остается сильной:
[<http://quote.rbc.ru/topnews/2012/02/06/33554807.html>]. 12.03.2012.
88. **Лоскутов, А.** Просто удачливый инвестор.
[<http://www.finam.ru/analysis/newsitem2201300226/default.asp>]. 20.01.2010.
89. Лучшие акции 2005. [<http://rating.rbc.ru/article.shtml?2006/02/03/5379843>]. 12.02.2011.
90. **Лытнев, О.** 4.3 Гипотеза эффективности рынка. Основы финансового менеджмента - курс лекций. 165 с.
[<http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=%D0%BE%D0%BB%D0%B5%D0%B3%20%D0%BB%D1%8B%D1%82%D0%BD%D0%B5%D0%B2.%20%D0%BE%D1%81%D0%BD%D0%BE%D0%B2%D1%8B%20%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%BE%D0%B3%D0%BE%20%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%B4%D0%B6%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82%D0%B0%20-%20%D0%BA%D1%83%D1%80%D1%81%20%D0%BB%D0%B5%D0%BA%D1%86%D0%B8%D0%B9%20&source=web&cd=5&ved=0CEYQFjAE&url=http%3A>

%2F%2Fmozaika.ucoz.ru%2Fload%2F0-0-0-115-20&ei=0qq7UIjMJsaA4gTryYDoCg&usg=AFQjCNHONU7jbL3zR2OKjyQR5ecri_dJhQ&cad=rjt]. 30.08.2010.

91. **Майерс, Д.** Социальная психология. Интенсивный курс - СПб.: прайм-ЕВРОЗНАК, 2002, 512 с.
92. Малая энциклопедия трейдера. Память рынка. [<http://www.bibliotekar.ru/finance-6/64.htm>]. 4.12.2010.
93. **Малин, А.** Фондовый рынок России - трезвый взгляд. [<http://www.buniver.ru/blog/trading/russia39s-stock-market-a-sober/>]. 15.03.2012.
94. Место и роль интуиции в экономических исследованиях. [http://revolution.allbest.ru/economy/00133032_0.html]. 10.05.2011.
95. Минфин США обвинил S&P в ошибке на \$2 трлн при определении рейтинга. [<http://ria.ru/economy/20110806/412659975.html>]. 06.08.2011.
96. **Мионов, Т.** [<http://naufor.ru/tree.asp?n=8232>]. 03.09.2010.
97. ММВБ. Допуск ценных бумаг к торгам. [<http://micex.ru/markets/stock/emitents/listing/186>]. 03.09.2010.
98. ММВБ и РТС подписали соглашение об объединении. [<http://www.rts.ru/a22509/?nt=0>]. 29.06.2011.
99. ММВБ. Список Участников торгов ФБ ММВБ с регистрационными номерами. [<http://www.micex.ru/markets/stock/members/list>]. 31.08.2010.
100. **Мухортов, В.** Психология инвестирования. Издательство Олимп-Бизнес, 2005, 192 с.
101. **Найман, Э.** Малая Энциклопедия Трейдера. Киев: ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999, 236 с.
102. **Нагорнов, А.В.** Рациональность рынков в рамках классической теории финансов и теория поведенческих финансов. М, 2007, 14 с.

- [http://www.alexnagornov.com/files/hse_master/nagornov_behaviour_finance.pdf].
11.04.2011.
103. **Небольсин, О. Ю.** Анализ формирования рыночной стоимости российских компаний в контексте гипотезы эффективного рынка и концепции поведенческих финансов. М, 2009, 148 с.
104. **Неборякина, Н.** (AS Redgate Capital's руководитель инвестиций). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 28. mai 2009.
105. [http://www.mirkin.ru/_docs/_diplom2009/Dissertation_Nebolsin.pdf]. 11.04.2011.
106. **Нидерхоффер, В. Кеннер, Л.** Практика биржевых спекуляций. Москва: Альпина Паблишер, 2003, 547 с.
107. **Оберлехнер, Т.** Психология рынка FOREX. М.: Омега-Л, 2005, 300 с.
108. Обзор за апрель 2011г. 1 с. [<http://www.rts.ru/ru/docs.html?sn=indices-review>].
07.02.2011.
109. Обучение техноанализу. [<http://www.technoanalysis.org.ua/tech-40>]. 30.08.2010.
110. Обучение форэкс. [<http://www.profit hunters.info/texnicheskij-analiz-principy-teorii-dou/>]. 23.01.2011.
111. **Окулов, В.Л.** Исследование эффективности российского рынка акций: реакция рынка на публикацию прогнозов аналитиков. С.-Петербург. ун-та, Сер. Менеджмент, 2010 [www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/475.pdf].
17.10.2012.
112. **Ольшевская, А.** Эмоциональная компонента в механизме принятия решений в работе финансового трейдера. Дипломная работа. [eventology-theory.ru/0-1ec/IX-famet2010-31-October.pdf]. 11.03.2012.
113. Онлайн Энциклопедия Кругосвет. Интуиция.
[http://www.krugosvet.ru/enc/gumanitarnye_nauki/psihologiya_i_pedagogika/INTUITSIYA.html?page=0,2]. 06.01.2011.

114. Определение типа тенденции. Теория Доу Джонса.
[http://www.forexanalytics.net/ta_teoriya_dou.htm]. 23.01.2011.
115. О результатах деятельности группы ММВБ в 2009 году. Финансовый форум,
Москва: ММВБ, 2010, 57 с.
116. **Осипов, Ю.С.** Большая Российская Энциклопедия. Том 11. Москва, 2008, 472,
706 с.
117. Основы функционирования российского ФР - Основные российские фондовые
биржи.
[http://www.tradersteam.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=22&Itemid=128&limitstart=8]. 02.02.2011.
118. Основы: психология торговли на фондовом рынке. [<http://www.russian-trader.ru/articles/psy.php>]. 03.09.2010.
119. Отраслевая структура Индекса РТС. Обзор за январь 2011г.
[<http://www.rts.ru/ru/docs.html?sn=indices-review>]. 07.02.2011.
120. Первое IPO в России - новые технологии на фондовом рынке.
[<http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2754>]. 11.02.2011.
121. **Петражицкий, Л.И.** Акции, биржевая игра и теория экономических кризисов.
Об акционерном деле и типических ошибках при оценке шансов неизвестной
прибыли. Т. 1, С.-Пб.: Тип. М. Меркушева, 1911, 319 с.
122. Поведенческие финансы: новая область исследований.
[<http://www.fsmcapital.ru/articles/psihologi4.shtml>]. 02.09.2010.
123. Поведенческие финансы. О том, почему человек далеко не всегда принимает
рациональные решения. [<http://www.biztimes.ru/index.php?artid=1123>].
08.03.2011.
124. Портрет Группы ММВБ. [<http://www.micex.ru/group/profile/portrait>]. 03.09.2010.

125. Портрет Фондовой биржи ММВБ. [<http://www.micex.ru/group/fbmmvb/profile>]. 03.09.2010.
126. **Потемкин, А.** IPO: как это должно быть по-русски. Профиль, №5, 2005, 7-9 с. [http://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:rxdkTZ0qesMJ:old.micex.ru/off-line/pubdocs/publication_285.doc+IPO+%D1%80%D0%B0%D0%B7%D0%BC%D0%B5%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5+%D0%B2+%D0%A0%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B8+%D0%B2+2003+%D0%B3%D0%BE%D0%B4%D1%83&hl=ru&pid=bl&srcid=ADGEEShrSc7RnnOvP4BXkZVegVXb9H5YmOINFE5LkJEG3KuI_0B6PZCRHht5JBGJs0Uof-KkMnKgN8nBwZkVou5jxxPGLYwWwtgPLvtpyxQRRPEX8pnhnR3pHCHgPYKvH XbPVCqfIV4-&sig=AHIEtbQJnJLzc9HDLHK1STnH5p12Hydd1A]. 11.02.2011.
127. Прогноз динамики фондового рынка на 2011 год. [http://www.ukvitus.ru/storage/archive_64/file-031.pdf]. 03.03.2011.
128. **Прохоров, А.М.** Большая Советская Энциклопедия. Изд. 3-е, М., „Советская Энциклопедия”, 1972, 1017 с.
129. **Прохоров, А.М.** Новый энциклопедический словарь. Москва, Научное издательство „Большая российская энциклопедия”, Издательство „Рипол Классик”, 2000, 1008 с.
130. Психологический анализ и торговые тактики [<http://subscribe.ru/archive/fin.forex.psycht/200902/03115141.html>]. 09.09.2010.
131. Психология биржи - решетка интеллектуальных моделей. [<http://web-investor.ru/index.php?action=articles&id=13>]. 03.09.2010.
132. Публичные размещения акций в России: промежуточные итоги 2010 года. [<http://pisali.ru/Mergers/51579/>]. 11.02.2011.
133. Публичные размещения в России: В шаге от максимумов. [http://www.offerings.ru/market/placement/review/review_38.html]. 15.02.2012.
134. Размещение акций в РТС. [<http://fs.rts.ru/files/3085/>]. 03.09.2010.

135. Роль финансового рынка в мобилизации и распределении финансовых ресурсов. [http://www.e-college.ru/xbooks/xbook076/book/index/index.html?go=part-007*page.htm]. 02.02.2011.
136. Российский рынок акций увеличил свою капитализацию за январь 2011 года на 6,31 %. [<http://quote.rbc.ru/rbc100/2011/01/index.shtml>]. 10.09.2011.
137. Россия - мировой лидер по объемам роста фондового рынка? [<http://www.profi-forex.org/news/entry1008061535.html>]. 24.02.2011.
138. Российский рынок публичных размещений в 2011 году: тенденции и перспективы. [<http://www.rcb.ru/rcb/2011-12/110992/>]. 12.03.2012.
139. Российский фондовый рынок вырос за год на 22-23%. [<http://www.rosbalt.ru/2010/12/31/806306.html>]. 24.02.2011.
140. Российский фондовый рынок стал одним из лидеров роста в истекшем 2010 году. [http://capital.ru/news/news1.php?fn_mode=fullnews&fn_id=582]. 24.02.2011.
141. Российские фондовые индексы стали одними из лучших за десятилетие. [<http://lenta.ru/news/2009/12/28/best/>]. 29.09.2009, 19:33:55.
142. Российский фондовый рынок. Инструменты фондового рынка. [<http://www.zerich.ru/site-help/article/stockmarket.php>]. 03.09.2010.
143. Российский фондовый рынок. 17 с. [http://data.investfunds.ru/stocks_comments/3419/nord.pdf]. 14.02.2011.
144. РосФинКом. [<http://rosfincom.ru/>]. 08.02.2010.
145. РТС. Ход торгов по инструменту Сбербанк России. [<http://www.rts.ru/ru/securityresults.html?code=SBERPS>]. 30.08.2010.
146. РТС. Список участников торгов. [<http://www.rts.ru/ru/members.html>]. 31.08.2010.
147. РТС стал самым быстрорастущим фондовым индексом в мире. [<http://www.lenta.ru/news/2009/09/29/rts/>]. 24.02.2011.

148. **Рудык, Н.Б.** Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. Москва: Дело, 2004, 270 с.
149. Рынок акций готов к коррекции. На фоне цен на нефть и толерантности к американским индексам. [<http://www.rg.ru/2007/11/13/akcii.html>]. 13.02.2011).
150. Рынок российских IPO: амбициозный 2011 год. [<http://www.rbcdaily.ru/focus/opinion/562949979612626.shtml>]. 02.03.2011.
151. Рынок IPO потрянул оковы кризиса. [<http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=131461>]. 03.09.2010.
152. Сбербанк России. [http://www.sbrf.ru/moscow/ru/investor_relations/]. 30.08.2010.
153. **Сергеев, Д.О.** Закономерности развития Российского фондового рынка. 2007. [<http://www.ibl.ru/konf/061207/33.html>]. 03.09.2010.
154. **Семёнова, Е.** Рациональный подход в ситуациях принятия управленческих решений. [http://anthropology.ru/ru/texts/semyonova_e/phillife2000_078.html]. 05.02.2010.
155. **Соколинский, В. М.** Основы экономической психологии. Учебное пособие. Москва, 1999, 49 с.
156. **Соколовская, В.** Рынок акций готов к коррекции на фоне цен на нефть и толерантности к американским индексам. [<http://www.rg.ru/2007/11/13/akcii.html>]. 13.02.2011.
157. **Сонин, К.** Поведенческие финансы. Лекция 2: Отдельные закономерности. Российская экономическая школа/ЦЭФИР, Воронежский государственный университет, экономический факультет. 2004, 32 с. [www.nes.ru/~ksonin].
158. **Сорос, Д.** Алхимия финансов. Москва: Инфра-М, 2001, 416 с.
159. **Спасенников, В.В.** Экономическая психология. ПЭР СЭ, 2003, 448 с. [<http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=%D1%81%D0%BF%D0%B0%D1%81%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D0%B8%D0%BA%D0%BE%D0%B2%20%D0%B2>].

%D0%B2.%20%D1%8D%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%87%D0%B5%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F%20%D0%BF%D1%81%D0%B8%D1%85%D0%BE%D0%BB%D0%BE%D0%B3%D0%B8%D1%8F&source=web&cd=11&ved=0CB8QFjAAOAO&url=http%3A%2F%2Fnashaucheba.ru%2Fv21361%2F%3Fdownload%3D1&ei=d0uAUKvhGZPO4QTz8YDoCw&usg=AFQjCNGMTXjzS8aKrTWYmnwvSx5a1lRnZQ&cad=rjt]. 19.10.2012.

160. Список инструментов RTS Classica. Инструменты Торговой системы. [<http://www.rts.ru/ru/classic/securities.html?st=1>]. 03.09.2010.
161. Список ценных бумаг, допущенных к торгам в ЗАО „ФБ ММВБ”. [<http://rts.micex.ru/s18>]. 12.03.2012.
162. Справка о компании ВТБ. Позиция на фондовом рынке. [<http://www.bcs-express.ru/fa/?ticker=VTBR%20LI>]. 14.05.2011.
163. **Стариков, А.** Нейронные сети - математический аппарат. [<http://www.basegroup.ru/library/analysis/neural/math/>]. 28.02.2010.
164. Standard & Poor's: Исследование информационной прозрачности российских компаний. [<http://www.standardandpoors.ru/page.php?path=transres>]. 04.3.2011.
165. S&P: Индекс информационной прозрачности российских компаний в 2009 г. остался на уровне 2008 г. и составил около 56 % . [<http://rating.rbc.ru/news.shtml?2009/10/21/32594137>]. 04.03.2011.
166. Standard & Poor's оценила открытость российских компаний. [<http://select.by/content/view/429/138/>]. 05.03.2011.
167. **Стивен, Б. Акелис.** Технический анализ от А до Я". [www.fdvladimir.ru/library/index/glava/2/.../11]. 30.08.2010.
168. **Сысоева, Ю.В.** Поведение инвесторов на рынке ценных бумаг. 82 с. [http://www.mirkin.ru/_docs/dissert063.pdf]. 19.11.2010.
169. Теория Доу. [<http://gordago.ru/forex/articles/dow-theory.html>]. 30.08.2010.

170. Теория технического анализа. Лекция. [<http://www.0-forex.ru/491.html>]. 29.12.2010.
171. Технологии первичного размещения. [<http://www.rts.ru/s813>]. 04.02.2011.
172. Тройка Диалог: если „префы“ Сбербанка будут включены в индекс MSCI Russia, их дисконт к обыкновенным акциям уменьшится [<http://fincake.ru/stock/investideas/1645>]. 19.03.2011.
173. **Токарев, М.** Интуиция при торговле на бирже. [<http://www.russian-trader.ru/forums/content.php?r=19-intuition>]. 19.01.2011.
174. Управляющие компании. [http://pif.investfunds.ru/uk/fund_managers/index.phtml?pif=&uk=&fio=&ord=fio&desc=0&start=30]. 03.05.2009.
175. **Федотова, М.** Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса. [<http://finanal.ru/005/povedencheskaya-otsenka-kontseptsiya-povedencheskikh-finansov-i-ee-primenenie-v-otsenke-biznesa?page=0,0>]. 02.01.2011.
176. Фондовый рынок. Итоги 2010 года, прогнозы 2011 года. [<http://www.estimation.ru/ru/analytics/2010/12/18-3/>]. 24.02.2011.
177. Фондовая биржа ММВБ. Индексы и котировки. [<http://www.micex.ru/markets/stock/today>]. 02.05.2009.
178. Фондовый рынок. [<http://literus.narod.ru/Bussines/Fond/index.htm>]. 09.09.2010.
179. Фондовый рынок РФ закрыл последние торги 2011 года на позитивной ноте. [<http://www.ria.ru/economy/20111230/530145527.html>]. 15.03.2012.
180. Фондовый рынок в России. [http://info-mania.at.ua/blog/fondovyj_rynok_v_rossii/2010-12-07-42]. 02.02.2011.
181. **Фрост, А., Пректер, Р.** Полный курс по Закону волн Эллиотта. Электронная библиотека Попечительского совета

- механико-математического факультета Московского государственного университета. [<http://lib.mexmat.ru/books/15114>]. 05.02.2010.
182. FSM Capital. Поведенческие финансы: новая область исследований. [<http://www.fsmcapital.ru/articles/psihologi4.shtml>]. 02.09.2010.
183. **Хазин, Л. М.** Очередному саммиту G20 придется несладко. [http://news.km.ru/ocherednomu_sammitu_g20_pridetsy]. 23.09.2009.
184. **Хэгстром, Р. Дж.** Инвестирование. Последнее свободное искусство. 2005, 288 с. [<http://yourforexschool.com/book/208-investirovanie-poslednee-svobodnoe-iskusstvo/5-i-sovremennoe-sostoyanie-issledovaniy-po-psixologii-investirovaniya.html>].
185. **Хмелевский, П.** Системы принятия решений на фондовом рынке, эффективность их применения, проблемы. [<http://www.career-st.ru/specialist/docladi/1>]. 02.07.2007.
186. **Хуторных, Е.** За манипулирование на бирже можно поплатиться свободой. [<http://www.vedomosti.ru/politics/news/2009/10/14/860096>]. 14.10.2009.
187. Центробанк анонсировал скорое слияние ММВБ и РТС. [<http://fintimes.km.ru/ekonomika-rossii/tsentrobank/14995>]. 01.02.2011.
188. Чувство голода толкает человека на финансовые риски. [<http://www.rian.ru/science/20100617/247312274.html>]. 20.06.2010.
189. Что такое фондовый рынок. [<http://icompas.ru/compas/stockmarket>]. 09.09.2010.
190. **Шарыпов, О. В.** Детерминированный хаос и случайность. [http://www.philosophy.nsc.ru/journals/philscience/10_01/05_sharyp.htm]. 03.12.2010.
191. **Шустер, Г.** Детерминированный хаос. [http://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:8UIVcoWTQH8J:www.gymnasium441.ru:8080/ebook_school/NO%2520SORT!!!/15/Schuster.pdf+%D0%A8%D1%83%D1%81%D1%82%D0%B5%D1%80+%D0%93.+%D0%94%D0%B5%D1%82%D0%B].

5%D1%80%D0%BC%D0%B8%D0%BD%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8B%D0%B9+%D1%85%D0%B0%D0%BE%D1%81:+%D0%92%D0%B2%D0%B5%D0%B4%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5&hl=ru&gl=ru&pid=bl&srcid=ADGEESjP5GEc4IUoedqxfJ4mMYPW6NuciZIIG1exGESEDA4m4IKU7w6y39oDI dz5VzRQp0jSyWWvEZhiAFcf4S_290iAZRw8u7tIC4YxZ2C0xwAUaeL2EyDQMm9q-X0yMJiZFPZl5BbW&sig=AHIEtbTPopBmL231hOte-FBH1KYeaSNBGg].

03.12.2010.

192. Экономический словарь. [http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/5898].

03.12.2010.

193. Эффективность рынка.

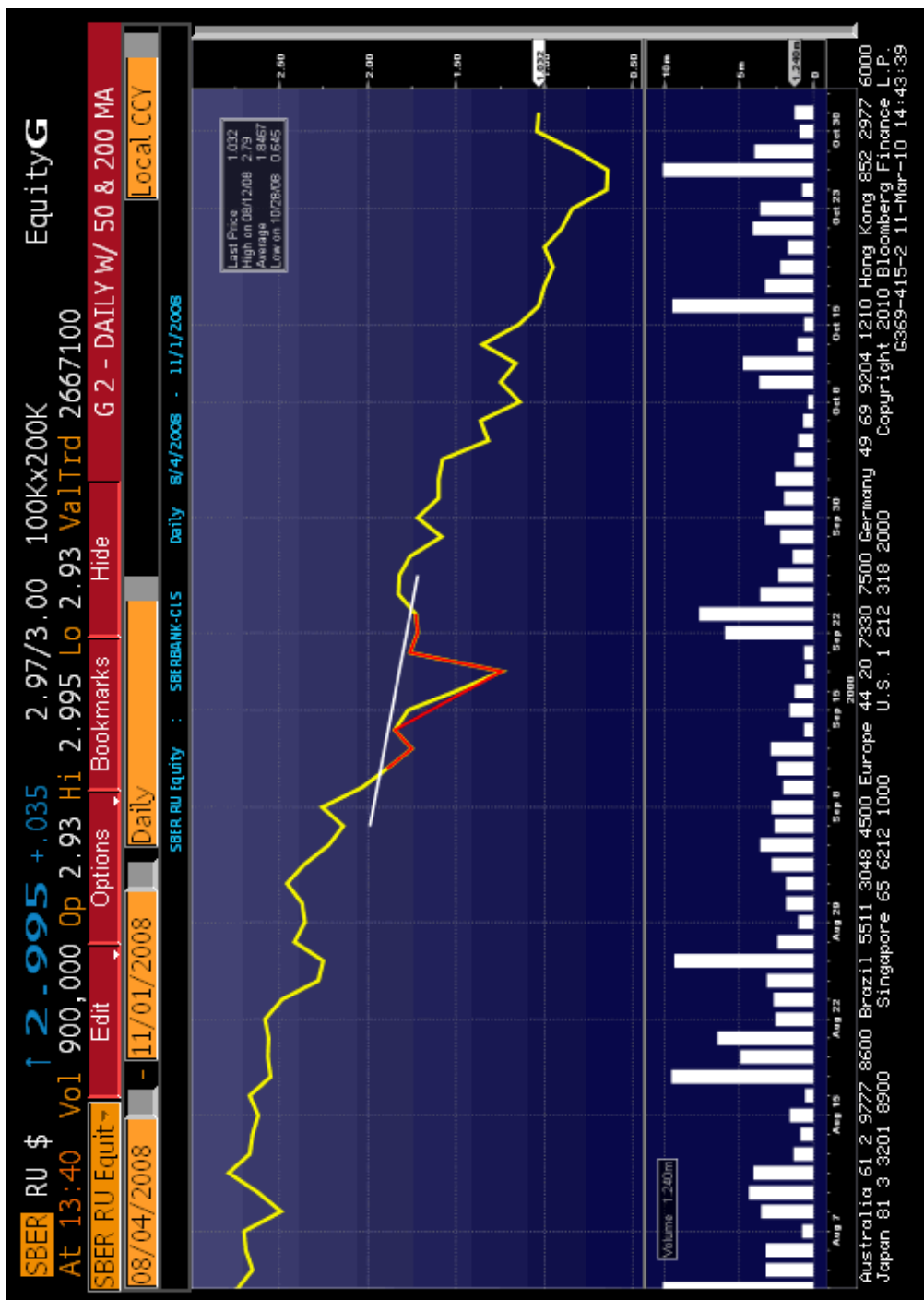
[http://forexaw.com/TERMs/Economy21132/1622_%D0%AD%D1%84%D1%84%D0%B5%D0%BA%D1%82%D0%B8%D0%B2%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C_%D1%80%D1%8B%D0%BD%D0%BA%D0%B0_Market_Efficiency].

19.11.2010.

194. „Яндекс“ привлек 1,3 млрд. долл. в результате первичного размещения акций на Нью-йоркской электронной бирже NASDAQ. [<http://www.itar-tass.com/c11/149131.html>]. 24.05.2011.

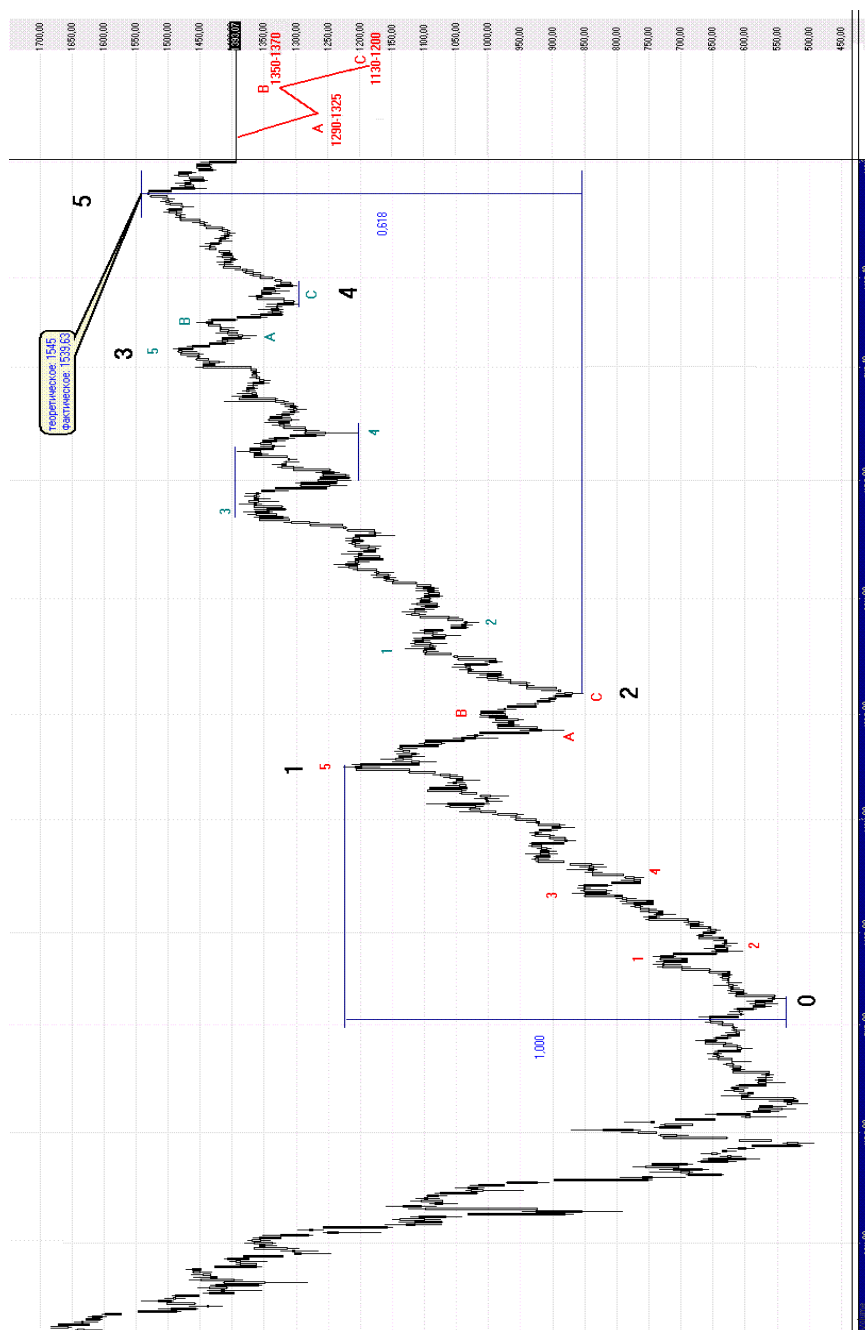
ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1 График формирование технической разворотной фигуры „Голова и плечи” на акциях Сбербанка в 2008 году



Источник: РТС

Приложение 2 Теоретическое и фактическое значение индекса; предполагаемые волны коррекции (ABC) ММВБ (MICEX) за период с сентября 2008 по май 2010 гг.



Источник: группа ММВБ

Приложение 3 Число ценных бумаг, допущенных к торгам на ЗАО „ФБ ММВБ” по состоянию на 14 сентября 2012 года

Ценные бумаги	Списочные	Внесписочные	Всего
Акции	119	299	418
Российские Депозитарные Расписки	1		1
Облигации:	469	305	751
• Корпоративные	290	197	487
• Биржевые	120	66	186
• Региональные	51	36	87
• Иностраннх эмитентов	2	6	8
• Еврооблигации и РФ	6		6
Паи ПИФов	40	357	397
Итого	629	961	1590

Источник: (Годовой отчет ЗАО ММВБ за 2011 год 2012: 40).

Приложение 4 Инструменты Российской Торговой системы по состоянию на 5 января 2012 года

Тип инструмента	Количество инструментов	Количество эмитентов/Управляющая компания (УК)
Акции	320	248
Российские депозитарные расписки	1	1
Все	321	249

Источник: (Список инструментов *RTS Classica*. Инструменты Торговой системы: 05.01.2012).

Приложение 5 Секторальный разрез фондового рынка в % на примере биржи РТС за январь 2008 и 2011 гг.

Отрасль	На ноябрь 2011	На январь 2008
Нефтегазовая прозводство	50,8	51,1
Химическое производство	6,5	1,8
Промышленность	0,4	0,9
Водный транспорт	0,3	0,5
Телекоммуникации	4,9	4
Потреб. товары и торговля	1,6	1,1
Металлы и добыча	10,6	15,5
Электроэнергетика	6,4	6,1
Воздушный транспорт	0,2	0,5
Банки и финансы	18,4	18,8
Строительство	0,3	-

Источник: (Отраслевая структура Индекса РТС. Обзор за январь 2008 и декабрь 2011гг: 1).

Приложение 6 IPO и частные размещения акций в России с 2004 по 2011 гг.

Показатель	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Число сделок	21	25	12	16	26	23	13	5
Стоимость сделок, млн. USD	11 369	6 690,0	1 332,8	2 603,5	23 895,9	17 742,9	4 550,6	619,7
Средняя стоимость сделки, млн. USD	541,4	267,6	111,1	162,7	919,1	771,4	350,0	123,9
Доля от ВВП, %	1,14	0,5	0,1	0,2	1,8	1,8	0,6	0,1

Источники: (IPO и Частные размещения в России. Публичные размещения в России: В шаге от максимумов).

Приложение 7 10 крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации) по состоянию на 2 октября 2012 года

Компания	Отрасль	Капитализация (млн. руб.)
„Газпром“	нефтяная и нефтегазовая промышленность	4 637 090,00
Нефтяная компания „ЛУКОЙЛ“	нефтяная и нефтегазовая промышленность	3 275 015,90
Нефтяная компания „Роснефть“	нефтяная и нефтегазовая промышленность	1 858 035,80
РЖД	транспорт	1 480 879,00
ТНК-ВР	нефтяная и нефтегазовая промышленность	1 223 064,90
Сбербанк России	банки	1 002 500,00
АФК „Система“	финансы	969 318,90
„Сургутнефтегаз“	нефтяная и нефтегазовая промышленность	787 854,00
АК „Транснефть“	транспорт	670 270,00
Холдинг МРСК	электроэнергетика	634 608,00

Источник: (Рейтинговое агентство „ЭКСПЕРТ РА“).

Приложение 8 Индекс прозрачности крупнейших российских компаний *Standard & Poor's* с 2002 по 2010 годы

Год	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Количество компаний	40	60	50	67	70	80	90	90	90
Индекс прозрачности, %	34	40	46	50	53	55	56	58	60

Источник: (Исследование информационной прозрачности российских компаний 2002-2010).

Приложение 9 Вопросы интервью

Имя и фамилия.....

Должность.....

Долго ли работаете в этой области

Контактные данные

1. Личностные факторы:

1.1. Есть ли у вас ограничения в работе (законы, предписания, документы и т.д.)? Удается ли Вам с этими ограничениями справляться или есть ли соблазн их подавить? Насколько эти законы ухудшают прибыльность? Если бы этих законов не существовало, было бы фирме/организации от этого лучше?

1.2. Приходилось ли Вам больше полагаться на мнение других, чем на сами факты?

1.3. Специализируетесь ли Вы только в инвестировании на небольшом количестве рынков?

1.4. Как часто доверяете информации, которую хочется услышать? Если у Вас склонность к этому?

1.5. Есть ли у Вас склонность подгонять ту информацию, которую хотели бы слышать?

1.6. Склонны ли Вы покупать или продавать, когда это делают другие?

1.7. Рассматриваете ли цены в разбивку (по периодно) или изучаете на (в) перспективу?

1.8. Если у Вас склонность закрывать долгосрочные прибыльные позиции, к

примеру, за неделю, потому что они дали прибыль и сохранять, если они приносят потери?

1.9. Насколько удается соблюдать тактику, т.е. рабочую дисциплину и подавлять личные эмоции? Были ли у Вас ситуации, когда ваше психологическое состояние (плохое самочувствие, болезнь и т.д.) затрудняло принимать обоснованные решения?

1.10. Употребляете ли Вы с алкоголь или наркотические вещества на работе, до или после неё?

1.11. Часто ли вы пьете кофе и/или энергетические напитки на работе, до неё или после неё?

1.12. Совпадают ли Ваши личные биоритмы с рабочим временем? Если нет, то почему?

1.13. Приходилось ли вам доверяться своей интуиции и насколько она помогала (помогает) Вам в работе?

1.14. Что Вы понимаете под интуицией и какое определение ей Вы бы дали?

2. Информация на рынке акций:

2.1. Насколько, по вашему мнению, качественно отражается информация на российском рынке акций? Какую информационную базу используете Вы для этого?

2.2. Насколько полную информацию имеете (имеет трейдер) и насколько она полно отражается?

2.3. Была ли у Вас возможность получить такую информацию, которая не доступна для других участников рынка?

2.4. Можно ли переиграть рынок, имея доступную информацию, которая неизвестна другим участникам и почему?

2.5. Подчиняется ли ценообразование на рынке акций модели случайного блуждания (*Random Walk Model*)? Зависит ли случайность ценообразований от инвестиционного периода?

2.6. Что необходимо для того, чтобы рынок акций был информационно-эффективным фондовым рынком?

2.7. Какое влияние оказывает поступление новой информации на уже принятые решения?

2.7. Какого рода новости оказались самыми важными для принятия решений во время кризисного периода, начиная с июля 2008 года?

2.8. Возможны ли в наших реалиях информационные „бомбы”: распространить нужный слух, чтобы он прошел в авторитетном новостном источнике (к примеру, *Blumberg* и/или в других), т.е. когда авторитетный источник начинает работать на достоверность слуха?

2.9. Бывают ли у Вас информационные перегрузки? Ухудшалось ли качество инвестиционных решений во время периода информационных перегрузок?

3. Психологические аспекты:

3.1. Содержат ли рыночные движения какую-либо закономерность? Как Вы охарактеризовали бы их?

3.2. Когда инвесторы быстрее закрывают свою позицию: когда цена акции - возрастают или когда падают? Имеется ли здесь эффект диспозиции (диспозиция - предварительно сформированная готовность (установка) к определенному поведению в определенном классе ситуаций)?

3.3. Можно ли использовать иррациональность (*иррациональность* - способ мышления и поведения, отличающийся цикличностью (спады и подъемы),

импульсивностью, адаптированностью к изменениям внешнего мира и целостным, динамичным его восприятием без стабильных оценочных установок) инвесторов, чтобы извлекать прибыль и как?

3.4. Имеется ли когнитивный диссонанс (т.е. состояние, характеризующееся столкновением в сознании индивида противоречивых знаний, убеждений, поведенческих установок относительно некоторого объекта или явления) в работе финансовых аналитиков?

3.5. Зависит ли поведение инвесторов от личностных и социальных факторов? Каких? Возможны ли психологические изменения со временем?

3.6. Реагируют ли все люди в одно и то же время? Если да, то почему?

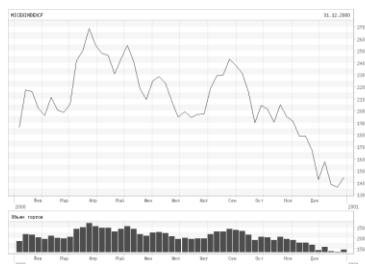
3.7. Какие психологические аспекты, на Ваш взгляд, присущи спекулятивному „капиталу“?

3.8. Зная психологию спекулянтов, можно ли предположить (предугадать или предвидеть) динамику движение на рынке акций?

4. Докризисный период (2000-2007):

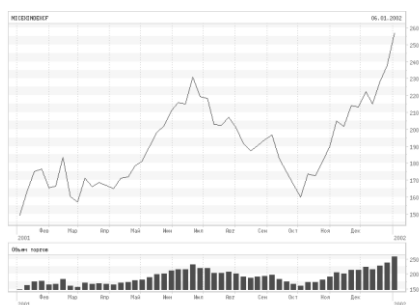
4.1. Что стояло за каждым из этих событий (4.1.-4.6.): присутствовали ли здесь рациональные или иррациональные факторы, если присутствовали иррациональные, то какие и почему?

4.2. Падение рынка с 29.08.2000 - критическими стали неоправдавшиеся надежды на стабильный рост рынка. Также стала возникать зависимость рынка акций России

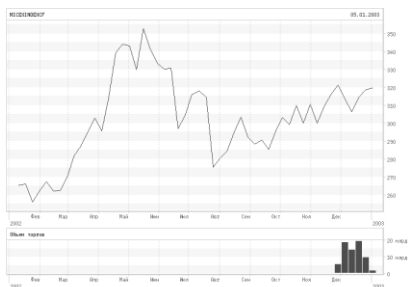


от США.

4.2. Российский рынок акций немного восстановил свои позиции после резкого снижения котировок акций на новостях о терактах США (11.09.2001).



4.3. В 2002 г. основным фактором роста стало возвращение инвесторов на российский рынок на фоне нестабильной ситуации на западных биржах.



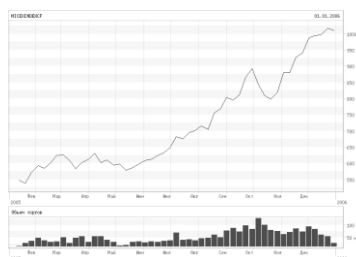
4.4. Причина повышения стоимости российских акций в 2003г. явилось



перераспределение активов в промышленности.

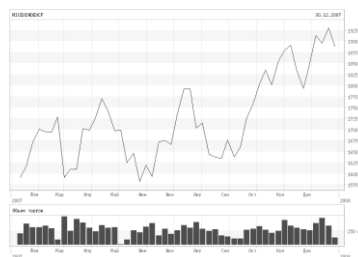
4.5. Фондовый рынок России в 2005 г. раскрылся „в полной красе”, показав не только хорошую доходность, но и став более предсказуемым, уменьшив волатильность (благоприятная конъюнктура сырьевых рынков, присвоение инвестиционного рейтинга *Standard & Poor's*, досрочное погашение части долгов России перед МВФ и ребалансировка индекса *MSCI* в пользу российских акций) - подтолкнуло крупные

западные фонды на возвращение в Россию и пересмотр состава инвестиционных



портфелей в количественную сторону.

4.6. В первой половине 2007 г. основные фондовые индексы демонстрировали умеренную динамику, а во второй половине года на российском рынке наблюдался заметный рост - российский рынок акций отражал как общемировую тенденцию (увеличение цен на нефть, обвал американской валюты, снижение процентной ставки ФРС до 4,5 %), так и внутреннюю (политическая стабильность, положительное сальдо торгового баланса, высокая внутренняя ликвидность, высокие цены на корзину российского экспорта, недооцененность акций российских компаний по ряду



мультипликаторов к зарубежным аналогам).

5. Кризисный период (2008 год):

5.1. Существует ли какое-либо математическое выражение для описания такого

рынке акций?

5.9. Всегда ли фундаментальные классические теории отвечали реалиям на рынке за весь рассматриваемый период с 2000 по 2008 год? Если нет то, приведите пример.

6. Перспективы на будущее (2009 +):



6.1. Каков Ваш прогноз, относительно того, как будет вести себя рынок в будущем, т.е. следует продавать под воздействием пессимистических настроений и покупать на волне оптимизма?

6.2. Какие факторы (каково настроение рынка?) присутствуют на рынке акций в настоящее время (рациональные или иррациональные) и почему? Есть ли другие факторы, например, спекулятивные?

6.3. Насколько сегодня возможно инвестирование, основанное на долгосрочных ожиданиях?

6.4. Можно ли делать краткосрочные прогнозы этих рынков акций, если понимать их динамику, возможно ли прогнозировать их долгосрочное поведение?

6.5. Что подсказывает Ваша интуиция, относительно возможного дальнейшего развития на российском рынке акций?

RESÜMEE

TURUOSALISTE INVESTEERIMISOTSUSEID MÕJUTAVATE PSÜHHOLOOGILISTE TEGURITE ARVESTAMINE (VENEMAA AKTSIATURU NÄITEL)

Sergei Ivanov

Antud magistritöö „Turuosaliste investeerimisotsuseid mõjutavate psühholoogiliste tegurite arvestamine (Venemaa aktsiaturu näitel)“ on üles ehitatud teoreetilisel ja praktilisel materjalil, mis peegeldab aktuaalseid ja domineerivaid esildisi kaasaegses teaduses fondituru töös psühholoogiliste faktorite hädavajalikkuse arvestusest, aga näite aluseks on võetud vene aktsia turg. Peale selle autori poolt läbiviidud analüüs ja esildis antud töös põhineb andmetel, mis on saadud spetsialistide intervjuerimise teel, kes töötavad vene aktsiate turul. Analüüs hõlmab kümneaastast perioodi aastatest 2000-2011 ja on läbi viidud kolme aasta jooksul 2009-2011.

Antud uurimuse aktuaalsus, mis on seotud antud magistritöö raames vene fondi aktsiatega, on tingitud teema valikust, mitmest eesmärgist ja põhjusest:

1. Suurem osa psühholoogiliste finantside kaasaegsetest uuringutest viidi läbi USA ja Euroopa arenenud turgude näidetele, arvestades reaalselt olukorda ja mentaliteeti;
2. Finantspsühholoogia teema hakkab kõitma üha suuremat spetsialistide ja aktsiaturu tähelepanu Venemaal, aga paljudel turu osalejatel pole täpsemat ettekujutust tegevuse käitumuslikust lähenemisviisist, mis on asjaga seotud;
3. Venemaa aktsia turg nagu areneva maa turg on väga spekulatiivne ja seetõttu paljud vene fondi turul osalejad põhiliselt töötavad kuni 1.aasta väga lühidalt;
4. Uuritud perioodi jooksul a 2000-2011, Venemaal on toimunud suured positiivsed makromajanduslikud nihked. Esmakordselt alates majanduslike muutuste algusest on märgata SKP kasvu, välisvõla ja inflatsiooni langemist, vene tööstuse investeerimissümpaatsuse kasvu, mis on omakorda jätnud jälje Venemaast

rahvusvahelistes investeerimisreitingutes ja märgistanud nvsliiduliku perioodi lõppu Venemaa elus;

5. Venemaa heaolu kasvuga tekkis ka võimalus teenida rohkem raha aksia turgudel;
6. Samas seadusandlus, regulatiivsed ja maksu probleemid turul, ja väliselemendi olemasolu.

Antud magistritöö eesmärgiks on uurida, resümeerida ja teha järeldusi Vene fondi turu aktsiate baasil ja kasutades olemasolevaid teaduslikke teadmisi antud valdkonnas, sellest kuidas mõjutavad psühholoogilised faktorid turu osalejaid otsuste langetamisel. Antud eesmärgi saavutamiseks on vaja lahendada järgmised ülesanded:

1. Läbi viia tuntud traditsiooniliste finantsturgude kriitiline teooriate ülevaade (*Dou, Ellioti* teooriad ja turu efektiivsuse hüpoteesid). Neid teooriaid ei arvesta fondi turul osalejate käitumine;
2. Märkida finantspsühholoogia osa aktsiate turul investeerimises ja intuitsiooni arvestamisel;
3. Avastada turul osalejate emotsionaalset kalduvust investeerimiskäitumise kontekstis;
4. Läbi viia eelnevaid finantspsühholoogilisi uurimusi;
5. Läbi viia Vene aksia turu analüütiline ülevaade 11.a jooksul perioodil a 2000-2011;
6. Välja selgitada ratsionaalsete ja irratsionaalsete faktorite olemasolu turul uuritava perioodi vältel;
7. Läbi viia intervjuusid (kasutades isiklike kohtumisi ja elektrooniliste vahendite sidemeid jms) spetsialistidega, kes töötavad vene aksia turgudel ja süstematiseerida intervjuu-küsitlustel saadud andmete tulemused;
8. Läbi viia empiiriline analüüs, mis põhineb kvalitatiivsel meetodil ja selgitada välja psühholoogiliste faktorite võimalik arvestamine vene aksia turul investeerimisotsuste vastuvõtmisel;

Allpool on toodud töö teoreetilise osa tulemused teoreetilise-metodoloogilise materjali alusel:

1. On läbi viidud kriitiline analüüs, kus esimeses peatükis vaadeldakse põhilisi finantsteooriaid finantsikäitumise seisukohalt, kus pole võimalik turukäitumise täpne äraarvamine;
2. Järgnevalt on antud psühholoogia roll ja emotsionaalne kaldumus investeringu käitumise osas, oli läbi viidud vene ja välismaa teadlaste uuringute ülevaade finantsi psühholoogia valdkonnas analoogiliste uuringute näidetega nii eestis kui ka välismaal.

Uuringu läbiviimise meetodika rajanes fondi turu aktsiate osavõtjate ja küsituleja vahelisele intervjuule. Saadud andmete alusel teha järeldusi ja kokkuvõtteid uuritava turu osavõtjate psühholoogiliste faktorite arvestamisest või mitteamestamisest.

Teises peatükis empiiriliste uuringute ja kvaliteedi analüüsi põhjal käitumuslike finantside kontseptsiooni raames olid läbi viidud:

1. Vene aktsiaturu analüütiline ülevaade perioodil 2000-2011 *RTS* ja *MICEX* börsi, ülevaade turulise maksumuse suurimatest kompaniidest, likviidsuse läbivaatamise *Fitch Ratings* agentuurist, läbipaistvuse indeksist suurimatest Venemaa ettevõteteest *Standard & Poor'si*, mille kohta on tehtud järeldused ja kokkuvõtted;
2. Irratsionaalsete ja ratsionaalsete faktorite analüüsimisel uurimusliku perioodi jooksul, mille alusel on toimunud tähtsaid sündmusi ja prognoos tulevikuks;
3. On tehtud uurimuse tulemused ja uurimuse järeldused, mis on rajatud vene aktsiaturul töötavate spetsialistide intervjuude alusel, arvestades psühholoogilisi faktoreid.

Töö käigus saadud uurimustulemuste ja süstemaatiliste andmete alusel võib teha järgmised järeldused:

- inimesed võtavad vastu otsuseid ja tegutsevad tekkinud stereotüüpide mõju all endale loodud illusioonide arvamuste põhjal, informatsiooni analüüsist tehtud vigade ja tavaliste emotsioonide ajendil;

- arvestades psühholoogiliste faktoritega, kes töötavad aktsiaturul, üheks tähtsamaks edukuse võtmeks on isikliku intuitsiooni arvestamine, mis võimaldab õppida elama ja tegutsema juhitudes mitte ainult loogikast, vaid ka vahetutest teadmistest ja kuuendast meelest;
- teoreetilised uurimused, mis toetuvad psühholoogiliste faktorite ja vene aktsia turu teaduslikele töötlustele, või mis on vähe või peaaegu mitte nende alla adapteeritud.

Teises peatükis vene aktsiaturu ülevaates on välja toodud ratsionaalsed ja irratsionaalsed faktorid, mis on omased vene turul vaadeldud perioodi vältel kriisi algsest kuni kriisijärgse perioodini (2000-2011 a.) ja antud töö uurimuse metoodikas oli välja toodud järgnev - allpool on toodud välja praktilise osa töö tulemused:

- vene praktikas käitumuslike finantside võimaluse kasutusele võtmise analüüsis on tehtud katseid;
- vene aktsiaturg on üheks investeerimise kõitvamaks turuks, mis on välja kujunenud spekulatiivsest turust üheks arenenumaks turuks maailma areenil;
- selliste probleemide mitteotsustamine, nagu riskid, infrastruktuursed probleemid, esindatud kompaniide vähene arv, kompaniide suur osa, mis on seotud finantside või toorainega;
- likviidsete aktsiate vähene arv jääb ülejäänud vene aktsia turu kvaliteedi paremuse prioriteetide suundadeks;
- vene kompaniide arengutase informatsiooni avamise valdkonnas on üsna kõrge. Kõikidel investoritel on vaba juurdepääs avalikule kompaniile;
- vaadeldud ratsionaalsed ja irratsionaalsed faktorid näitasid, et aktsia turgu ei tohi nimetada ratsionaalseks või äärmisel juhul absoluutselt ratsionaalseks, osavõtjate käitumise irratsionaalsuse jõuks, järelkult turu osalejad suures jaos peaksid arvestama oma otsustes isikliku psühholoogia faktoritega ja turu psühholoogilise meelestusega;

- erinevate psühholoogiliste käitumise seaduspärasustega arvestamine on kasulik turu osalejate jaoks, kuna see lubab vastu võtta mõistlikke otsuseid ja vähendada irratsionaalse käitumise tegevust;
- vene turu osalejatel võrreldes lääneriikidega on nii hinnalised eelised kui tõsised puudused;
- turu osalejate ratsionaalsus nägi välja põhjendatutel ja ettearvamatutel sündmustel, aga irratsionaalsus negatiivsetel ja mitteprognoositavatel, aga ennustada, kuidas hakkab turg käituma lühiajalistel või pikemaajalistel perioodidel pole alati võimalik või täiesti võimatu.

Käesolev magistritöö käsitleb aktsiaturu hinnataseme liikumise mõju investorite käitumisele. Selleks, et mõista väärtpaberi turgudel toimuvaid protsesse ja olla edukas investor, on inimekäitumise tundmaõppimine hädavajalik. Niisama oluline on ka psühholoogia ja inimekäitumise iseärasuste tundmine – õppimine on vajalik selleks, et näha seost väärtpaberi hinnataseme liikumise ja erinevate investorite käitumise vahel. Kokkuvõtvalt võib öelda, et edukalt investeerijat iseloomustab eelkõige distsiplineeritus ja kontroll oma emotsioonide üle.

Antud magistritöö on eeskätt suunatud vene aktsiaturul osalejate – investoritele, erinevatele fondijuhtidele, portfelli halduritele, kauplejatele. Lõpetuseks võib öelda, et sellest magistritööst võivad leida kasulikke nõuandeid need investorid, kellel on soov mõista vene väärtpaberituru iseärasusi ja neid ka oma töös rakendada. Magistritöö autori arvates võib tulevikus lähemalt uurida mitte ainult investorite psühholoogiat vaid ka nende intuiitvset tegevust valikute tegemisel.

Lihthitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina _____ Sergei Ivanov _____

(autori nimi)

(sünnikuupäev: 23.04.1966)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihthitsentsi) enda loodud teose
Turuosaliste investeerimisotsuseid mõjutavate psühholoogiliste tegurite arvestamine
(Venemaa aktsiaturu näitel)“ _____,

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on _____ Mark Kantšukov, Mark Berkolaiko _____,

(juhendaja nimi)

- 1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
- 1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihthitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 20.05.2013