

ВЕКТОР РАЗВИТИЯ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

К. Е. Калинин, Е. В. Семенкова

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

В статье рассмотрены актуальные вопросы развития поведенческих финансов в условиях высокой волатильности фондового рынка России. Изучение поведенческих аномалий и поведенческих эффектов в контексте этой молодой отрасли финансовой науки связано с объективной необходимостью использования эвристического анализа. Высокие рыночные риски и ограниченная рациональность требуют дополнить инструментарий финансового аналитика исследованием поведенческих эффектов. На основе изучения специфики поведенческих финансов на отечественном фондовом рынке представлена авторская классификация поведенческих аномалий. В качестве классифицирующего фактора предложено использовать источник возникновения данной аномалии, в соответствии с которым предлагается выделить когнитивные и эмоциональные особенности инвертирующего субъекта, рыночные аномалии и аномалии, обусловленные социальными эффектами. На основе анализа российского фондового рынка показан механизм влияния поведенческих эффектов на динамику рыночной цены акций российских компаний. Дана характеристика поведенческих эффектов, которые могут повлиять на эффективность операций с ценными бумагами, предложен анализ их природы с точки зрения влияния на финансовые потоки. Такой подход позволил предложить конкретные рекомендации по блокировке поведенческих эффектов как в среде профессиональных трейдеров, так и для индивидуальных инвесторов.

Ключевые слова: российский фондовый рынок, поведенческие аномалии, поведенческие эффекты, эвристический анализ.

VECTOR OF BEHAVIORAL FINANCE DEVELOPMENT

Kira E. Kalinkina, Elena V. Semenkova

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

The article studies acute issues of behavioral finance development in conditions of high volatility on stock market in Russia. Study of behavioral anomalies and behavioral effects in the context of this young branch of finance science is connected with the objective necessity to use heuristic analysis. High market risks and limited rationality require extra tools for finance analyst, such as research of behavioral effects. On the basis of investigating specific features of behavioral finance on home stock market the author's classification of behavioral anomalies was put forward. As a classifying factor it was proposed to use the source of the present anomaly arising, according to which it was necessary to identify cognitive and emotional features of the investing entity, market anomalies and anomalies stipulated by social effects. By analyzing Russian stock market the author showed mechanism of behavioral effect impact on dynamics of market share price of Russian companies. Characteristics of behavioral effects was provided, which can influence efficiency of securities operations and analysis of their nature in view of their impact on finance flows was given. This approach helped provide concrete recommendations on blocking behavioral effects both for professional traders and individual investors.

Keywords: Russian stock market, behavioral anomalies, behavioral effects, heuristic analysis.

Отделение от традиционных финансов новой отрасли финансовой науки, которое окончательно оформилось на рубеже XX–XXI вв. как по-

веденческие финансы, прежде всего было связано с признанием исследований нобелевских лауреатов. Однако следует отметить, что анализу поведенческих аномалий

экономисты уделяли внимание и двести лет назад. Так, в 1841 г. вышел сборник исторических очерков «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы» [3], в котором анализируются те модели искажения инвестиционного поведения, которые актуальны до сих пор. Это доказывает тот факт, что в определенные периоды массовые истерии берут верх над рациональными решениями классических финансов. В эти периоды возникает эффект толпы, и аномалии, связанные с поведением отдельных экономических агентов, переходят в рыночные аномалии, изменяющие поведение всего рынка, и сопровождаются серьезными экономическими последствиями. Этот эффект впервые был обнаружен психологом Гюставом Лебоном в исследовании «Психология народов и масс» [2].

Ответ на вопрос, что должно произойти, чтобы «рынок сошел с ума», дал нобелевский лауреат Морис Алле, который первым из исследователей в данной области получил эту премию. В 1953 г. в работе «Рациональное поведение человека перед лицом риска. Критика постулатов и аксиом американской школы» [8] он обосновал парадокс Алле. Суть открытия в том, что именно высокие риски заставляют рационального экономического агента принимать финансовые решения, исходя из критерия абсолютной надежности, а не максимизации ожидаемой полезности. Инвестиционное поведение экономического агента описывается в границах двух сильнодействующих эмоций: алчности и страха. Благодаря алчности рынок безудержно растет, страх вызывает неконтролируемое падение. И то и другое создает вызовы и угрозы для развития финансового рынка. Результаты исследования этой аномальной реакции Вернер Де Бондт и нобелевский лауреат в области поведенческой экономики Ричард Талер опубликовали в статье «Чрезмерна ли реакция фондового рынка?» в 1985 г., который принято считать годом рождения науки «поведенческие финансы» [10].

Таким образом, ретроспективный анализ развития теории поведенческих финансов позволяет выявить ключевые факторы все возрастающего интереса к их изучению – высокие геополитические и экономические риски, рост волатильности на финансовом рынке, которая в отдельные периоды характеризуется турбулентным состоянием. В этих условиях представляется неэффективным опираться только на фундаментальный и технический анализ при принятии инвестиционных и финансовых решений. По нашему мнению, необходимо дополнить традиционные инструменты финансового анализа эвристическим анализом поведенческих эффектов, упростив предпосылки о рациональности и приняв во внимание то, что формальные финансовые решения должны сопровождаться эвристическим анализом и использованием поведенческих аномалий. Трудность решения этой задачи, на наш взгляд, обусловлена рядом факторов:

- отсутствием однозначной трактовки дефиниций и понятий в области поведенческих финансов (например, одна и та же поведенческая аномалия описывается разными терминами и т. д.);
- нечеткостью классификаций, зачастую потому, что не проведен критериальный анализ такой классификации;
- множественностью источников поведенческих финансов с их необусловленной иерархией.

Согласно концепции традиционных финансов, на процесс принятия финансовых решений не влияют эмоции, когнитивные предубеждения, социум, ситуация на рынке. Иначе говоря, экономические агенты рассматривают всю имеющуюся информацию для принятия только рациональных решений – максимизировав ожидаемую прибыль или капитализацию при заданном уровне риска.

В этой парадигме алгоритм принятия финансовых и инвестиционных решений основан на следующих допущениях в отношении экономического агента:

- он обладает всей информацией о возможных альтернативах принятия финансовых и инвестиционных решений и имеющихся рисках;

- альтернативы принятия финансовых и инвестиционных решений сравнимы и транзитивны, поэтому могут быть про-ранжированы;

- ключевые показатели для принятия решений определены заранее и не меняются в определенном временном промежутке, т. е. существует постоянство предпочтений.

Совершенно очевидно, что современное состояние рынка с его волатильностью и турбулентностью не исключает и прилет «черных лебедей», и появление новых альтернатив инвестирования [4; 7], и необходимость изменения ключевых показателей,

и те дополнительные индивидуальные факторы, которые могут повлиять на принятие решений. Таким образом, традиционные финансы не рассматривают вопрос, откуда приходят риски принятия неверных решений, если использован доказанный алгоритм финансовых расчетов [6].

Наука о поведенческих финансах, напротив, дает ответ на этот вопрос: источником риска могут быть как эмоции агента, его когнитивные особенности, так и рыночные аномалии или воздействие социальной среды, которые в условиях постоянного развития информационного пространства достаточно сильно влияют на принятие финансовых решений. На рис. 1 отражены предложенные нами зависимости.

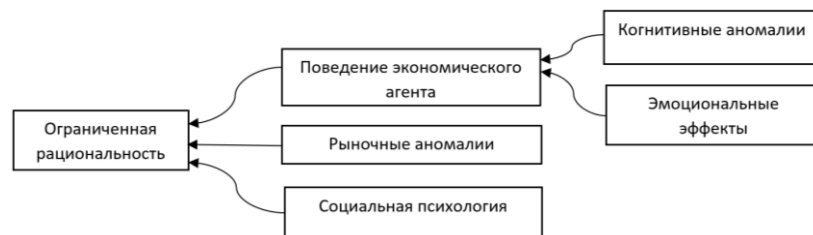


Рис. 1. Источники ограниченной рациональности

Изучение когнитивных аномалий, источник которых – сознание индивидуума, определенной группы профессионалов или социума, лежит в плоскости информационных технологий, так как они возникают в результате недостаточной информации или неверной ее интерпретации человеческим сознанием. Систематические ошибки в пространстве когнитивных аномалий можно классифицировать как:

- предвзятость консерватизма;
- подтверждение собственного решения;
- предвзятость ретроспективного взгляда;
- закрепление и регулировка;
- ловушка фрейминга.

Предвзятость консерватизма не позволяет информационный ряд при принятии

финансовых и инвестиционных решений воспринимать как однородный. Человеческое сознание зачастую устроено так, что хорошо известную и часто повторяющуюся информацию приоритетно учитывать при принятии финансовых и инвестиционных решений, а новую не принимать во внимание. Консерватизм приводит к отсутствию реакции на новую и важную информацию, а следовательно, к ошибкам в принятии финансовых и инвестиционных решений.

Подтверждение собственного решения заключается в способности человеческого сознания выбирать из информационного ряда при принятии финансовых и инвестиционных решений только те события, показатели, коэффициенты и иные данные, которые ему соответствуют, не замечая остальных. Риски, которые возникают

в результате того, что экономические агенты игнорируют или отбрасывают информацию, не подтверждающую принимаемые им решения, могут быть значительными, особенно на волатильном и турбулентном рынке. Гипертрофическое развитие этой аномалии характеризуется как сверхоправданность. Являясь результатом как когнитивного, так и эмоционального эффектов, сверхоправданность заключается в систематическом обвинении коллег, начальства, обстоятельств и т. д., если что-то пошло не так, и восприятию всех успехов как личных побед.

Предвзятость ретроспективного взгляда связана с избирательной памятью относительно информации о событиях прошлого. Это приводит к ошибкам в суждениях, а следовательно, к неверным финансовым и инвестиционным решениям. В результате экономические агенты склонны переоценивать точность своих прогнозов в результате их внутреннего убеждения, что они все знали до того, как стал известен результат. Предвзятость ретроспективного взгляда может изменить оценку происходящего и приписать успех или неуспех реализации инвестиционного и финансового решения внутренним или внешним факторам, таким как наличие компетенций в этой области, имеющийся опыт, мотивация, намерение, удача или случайность в зависимости от того, является ли результат благоприятным или неблагоприятным.

Закрепление и регулировка как когнитивные аномалии возникают тогда, когда информационный ряд в отношении одного объекта используется при принятии финансовых и инвестиционных решений в отношении другого. Например, хорошо известно, что хорошая акция и хорошая компания, которая ее эмитировала, – понятия не тождественные. У хорошо работающей компании на бирже могут обращаться малоликвидные акции, не приносящие инвестору существенного дохода. Поэтому если инвестиционное решение принимается на базе фундаментального анализа, возникает когнитивная аномалия.

Чаще всего подобные аномалии возникают в результате оценки стоимости одного товара, исходя из стоимости другого, по видимому, аналогичного. Этот эффект также определяется в экономической литературе через термин «якорение».

Ловушка фрейминга представляет собой когнитивное искажение в результате воздействующей на ментальность формы подачи информации. Она, как правило, используется на фондовом рынке теми компаниями, которые выходят на рынок IPO [5].

Профессиональные PR-менеджеры настолько хорошо преподносят информационный ряд в отношении компании, акции которой планируется разместить на бирже, что желающих купить, как правило, больше реального предложения, поэтому возникает ситуация переподписки. Известно, что по статистике большая часть IPO не оправдывает ожиданий инвесторов, но ловушка фрейминга работает безотказно.

Несмотря на то, что искусственный интеллект (ИИ) имеет определенные ограничения, его использование, на наш взгляд, будет полезным при анализе и подготовке информационных рядов для принятия финансовых и инвестиционных решений. Он поможет не упустить важную информацию и будет более точным и надежным, чем субъективный анализ экономического агента. Вектор развития поведенческих финансов в направлении использования искусственного интеллекта состоит в применении моделей непредвзятого анализа информационных рядов, нивелирующих воздействие когнитивных аномалий.

Эмоциональные реакции экономического агента также влияют на формирование поведенческих эффектов. Их природа связана с психологическими блокировками при принятии финансовых и инвестиционных решений. Мы предлагаем в этой классификации рассматривать те эмоциональные реакции, которые систематически препятствуют принятию рационального решения, образно говоря попаданию в

цель рационального выбора. В основе классификации может быть выделение следующих эмоций:

- чрезмерная реакция, включающая эффекты оверреакции и андерреакции;
- неприятие потерь, включающее эффект «влипания»;
- оптимизм, включая иллюзию контроля (эффект чрезмерной самоуверенности);
- эффект инерции;
- знакомство, включая эффект якорения;
- эмпирическое правило и суждения аналитиков.

Следует отметить, что как в отечественной, так и в зарубежной научной литературе существует множество объяснений с различной терминологией этих процессов.

Чрезмерная реакция как поведенческий эффект связана с неадекватным изменением финансовых и инвестиционных решений в ответ на поступающую информацию. Если экономический агент под влиянием эмоций переоценивает влияние фактора на изменение цены или какого-либо финансового показателя, возникает эффект оверреакции; если, напротив, считает, что влияние не будет столь значительным, то проявляется андерреакция. Наглядную иллюстрацию того, как изменилась цена акций ПАО «ФосАгро» 25 марта 2025 г. в результате переговоров о восстановлении доступа России на мировой рынок сельскохозяйственной продукции и удобрений, снижении расходов на морское страхование, расширении доступа к портам, демонстрирует график, приведенный на рис. 2.

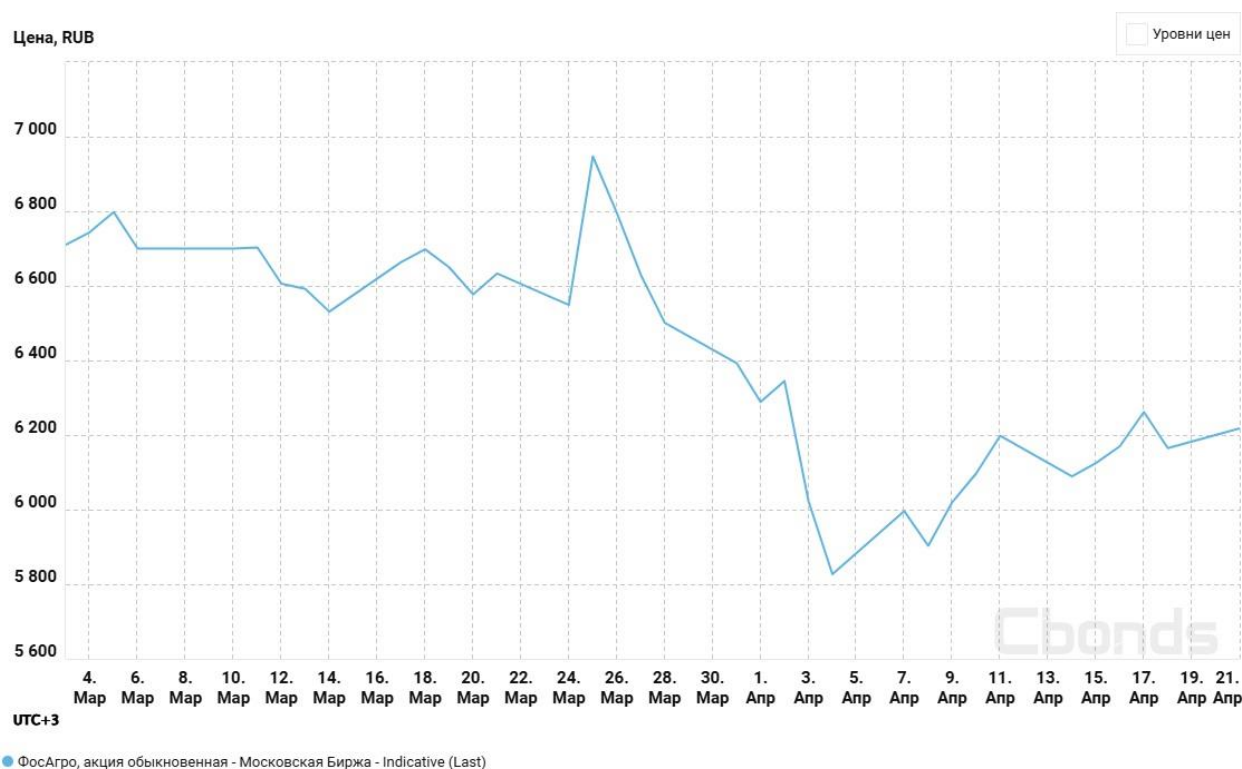


Рис. 2. Ценовой график акций ПАО «ФосАгро»

Источник: URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JRK8/?>

В итоге не только акции «ФосАгро», но и все ценные бумаги, сильно выросшие на переговорном позитиве («Акрон» – на

5,8%, «Сургутнефтегаз» – на 2,1% и т. д.), на следующий день после того, как эмоции успокоились, вернулись на прежние уров-

ни. Следует помнить, что в результате эмоций неликвидные бумаги могут «летать» очень сильно, причем в обе стороны, демонстрируя эффект оверреакции.

Блокировкой против неадекватного изменения финансовых и инвестиционных решений в ответ на поступающую информацию является способность действовать вне зоны психологического комфорта, т. е. принимать обдуманые и адекватные решения в условиях высокого риска и использовать защитные механизмы риск-менеджмента.

Неприятие потерь как поведенческий эффект связано с отсутствием необходимого в данный момент финансового и инвестиционного решения, если оно принесет убыток. На фондовом рынке оно часто проявляется как нежелание продавать акции в убыток в силу отрицательных эмоций. Инвестор и аналитик, имея убыточную акцию, находят все новые и новые обоснования продолжения владения акцией, цена которой движется в противоположном направлении, т. е. становится все более убыточной. Финансовый менеджер находит основание продолжения неудачного инвестиционного проекта, вместо того чтобы его закрыть с целью сокращения убытков. Так возникают издержки «влипания». Избегать реальности – это то, что в конечном итоге приводит к эмоциональному дискомфорту в финансовой сфере. Если документировать динамику убытков и продать акцию с убытком или закрыть проект, то можно получить ценный урок, который сделает вас лучше, как финансиста.

Оптимизм как поведенческий эффект связан с необдумаными финансовыми и инвестиционными решениями, игнорируя тревожные сигналы о возможных рисках. Образно говоря, это эмоциональное поведение страуса, который прячет голову в песок, веря, что с ним ничего не случится. Следует отметить, что хотя экономическая неопределенность снижает уровень оптимизма как у финансовых директоров, так и у трейдеров, аналитиков и инвесторов, но,

по мнению заместителя председателя Центрального банка Российской Федерации А. Заботкина, оптимизм несет риски для экономики России. По данным опросов, в марте 2025 г. 22% россиян сообщили о значительном улучшении своих финансовых перспектив, что на 8% больше, чем в 2022 г., когда аналогичные ответы дали лишь 14% опрошенных. Такой рост оптимизма, по его мнению, может быть опасен, так как завышенные расходы усугубляют финансовые ошибки потребителей и приводят к неоправданному давлению на рынок.

По своей природе к оптимизму близок такой поведенческий аспект, как *когнитивный диссонанс*, который проявляется в систематическом отрицании и игнорировании негативной информации, которая может разрушить оптимизм. Это проявление чрезмерного оптимизма, когда экономические субъекты предпочитают верить в то, что они настолько умны, что не станут подвергать себя значительному риску. В финансах эта иллюзия проявляется в неспособности правильно определить, в чем заключаются интересы, игнорирование фактов, ограниченность способности принимать советы и следовать принятым решениям. Индекс Мосбиржи в первой декаде августа 2025 г. за неделю вырос на 7% на ожиданиях устойчивого роста котировок в результате улучшения геополитической ситуации.

Эффект инерции наблюдается в случае, когда финансовые и инвестиционные решения принимаются в полной уверенности, что актуальные тенденции будут продолжаться, даже если есть результаты анализа, что они являются неустойчивыми и показатели позволяют предполагать, что тренды изменятся. Например, трейдеры не продают акцию при достижении ею целевой цены, рассчитывая на ее дальнейший рост, а финансовый аналитик поднимает ее оценку и делает ценовой прогноз на нереалистичных уровнях, чтобы оправдать еще более высокий ценовой ориентир, что в конечном итоге не будет достигнуто.

Блокировкой этого риска может быть ответ на вопрос: кто будет покупать акцию по рекомендуемой мной цене, когда я захочу ее продать?

Знакомство, включая эффект якорения как поведенческий эффект, связано с выбором при принятии финансовых и инвестиционных решений хорошо известных акций, финансовых мультипликаторов, методик анализа и т. д. при игнорировании новой информации. Таким образом, анализу подвергается не весь информационный ряд, а только знакомые или ранее используемые данные. Эффект знакомства на практике часто проявляется через якорение (англ. *anchoring*), т. е. склонность экономических субъектов чрезмерно полагаться при принятии инвестиционных и финансовых решений на единичные, хорошо известные им данные. Совершенно очевидно, что подобный эффект приводит к неправильному выбору данных для проведения анализа. Например, начинающий инвестор может долгое время удерживать акции, которые существенно упали в цене ввиду того, что он привязывает ее стоимость не к фундаментальной оценке на данный момент времени, а к цене ее покупки. В этом случае инвестор не оценивает потенциал роста/падения всех выбранных для инвестирования акций, поэтому не может избежать психологической привязанности к конкретным финансовым инструментам. Нейтрализации этого поведенческого эффекта будет способствовать умение планировать несколько (зачастую противоположных) вариантов развития событий на фондовом рынке.

Эмпирическое правило как поведенческий эффект связано с установленным для себя лично формальным регламентом или наличием определенного шаблона принятия финансового и инвестиционного решения. Например, финансовый аналитик может придерживаться следующего правила: рекомендовать акцию к покупке каждый раз, когда мультипликатор Р/Е по данной акции падает ниже 12х, и рекомендовать акцию к продаже каждый раз, когда

он перемещается выше 15х. При этом он предполагает, что ниже определенной цены акция не упадет, так как торгуется на этом уровне последние N лет.

Искусство применения эмпирического правила в текущей конъюнктуре рынка, на наш взгляд, связано с отсутствием жестко установленных регламентов. Прогнозы аналитиков всегда следуют за ценой, поэтому инвестору необходим творческий анализ всей поступающей на рынок информации.

Еще одна рубрика предлагаемой нами классификации – рыночные аномалии, когда динамика цен объясняется не тем или иным воздействием фундаментального фактора, а деформацией рынка в результате поведения инвесторов в определенный период времени. Поэтому такие аномалии носят название «календарные».

Летняя пауза основана на выявленной закономерности, которая наблюдалась как за всю историю расчетов индексов, так и на протяжении XXI в. постоянного превышения доходности фондовых индексов с ноября по апрель по сравнению с их средним ростом с мая по октябрь. На рынке остаются только истинные любители биржевой торговли, большинство уходит в отпуск, закрывая свои позиции.

Худший месяц для инвестиций – сентябрь. Этот эффект выявлен на фондовом рынке США, так как именно в этот месяц фондовые индексы, по данным анализа, за всю историю и за последние 20 лет испытывали наибольшее падение. Аналитики объясняют данную аномалию различными, на первый взгляд противоречащими друг другу причинами: это и возобновление активности инвесторов после летнего отпуска, и распродажа убыточных позиций хедж-фондами до окончания финансового года, и т. д.

«Октябрьское проклятие» – также календарная аномалия, выявленная на фондовом рынке США и обусловленная тем, что биржевые крахи и следующие за ними финансовые кризисы начинались именно в октябре.

Известный всем как первый финансовый кризис XX в. был вызван спекулятивными операциями банков и трастовых компаний, которые торговали с высоким левереджем (долей заемных средств). В итоге неудачные действия привели к панике на рынке, а вкладчики стали забирать свои средства, потеряв доверие к банковской системе. Индекс Dow Jones в результате этих событий, которые начались в октябре, потерял почти 15%. Регулятивной мерой стало создание Федеральной резервной системы, которая образовалась в 1913 г. История любит повторяться: бурный рост реального ВВП США в «революционные» 1920-е гг. (с 688 млрд долларов в 1920 до 977 млрд долларов в 1929), возросшие доходы населения (ВВП на душу населения вырос с 6 460 до 8 016 долларов за тот же период) и низкий уровень безработицы, которая была ниже 4%, породили желание инвестировать в активы фондового рынка. Находясь между алчностью и страхом, инвестирующая публика массово занялась маржинальной торговлей, превысив все возможные уровни риска. В итоге сформировался «пузырь биржевой капитализации», который, как известно, лопнул в октябре 1929 г., положив начало величайшему в XX в. кризису и Великой депрессии: 24 октября – дата «черного четверга». Столетие спустя инвесторы повторили активное желание инвестировать в активы фондового рынка: накопленные сбережения и пособия от государства в период пандемии были направлены на фондовый рынок, опережая покупку товаров и траты на разного рода услуги, которые так и не достигли допандемийных значений. Ситуация на фондовом рынке в период пандемии COVID-19 была обозначена как «черный лебедь» нашего поколения¹.

Закономерным последствием сформировавшейся на рынке аномалии стало то, что «пузырь биржевой капитализации» впоследствии лопнул.

Еще одной датой, подтверждающей «октябрьское проклятие», стал 1987 г., в который с 14 октября в течение трех последующих дней индекс Dow Jones потерял 262 пункта, или 12%. Слухи о росте напряженности в Персидском заливе, а также изменения налогового законодательства США сформировали календарную аномалию октября и в «черный понедельник» 19 числа этого месяца: Dow Jones обвалился на 25%, а американский рынок потерял около 500 млрд долларов стоимости акций за один день. Присоединились и технические риски – сбой компьютерной системы по автоматизированному исполнению заявок.

«Октябрьское проклятие» – календарная аномалия, которая продолжилась и в XXI в. – в 2018 г. индекс S&P 500 с начала октября до конца календарного года потерял около 20%, и только за октябрь фондовый рынок США лишился 2 трлн долларов биржевой капитализации. На фундаментально перегретый рынок подействовало несколько факторов: это и повышение ключевой ставки ФРС, и торговая война между США и Китаем, и прогнозы замедления мировой экономики от Международного валютного фонда.

Таким образом, факторы, которые приводят к реализации «октябрьского проклятия», имеют диверсифицируемую природу, но фундаментально оно связано с поведением инвесторов, которые надуют «пузыри биржевой капитализации», приобретая активы без учета рисков.

Эффект января – еще одна календарная аномалия, наблюдаемая на рынке США. Как и предшествующая аномалия, она не характерна для российского рынка ценных бумаг. А насколько актуальна она для фондового рынка США? Изучая календарные аномалии, следует помнить о том, что изменения в психологии инвестора редки и труднодоступны, а изменение рынка – вполне обычное явление. Суть этой аномалии в том, что цены на акции, обращающиеся на фондовых биржах США, в январе месяце имеют тенденцию к

¹ URL: <https://saas.studentorg.berkeley.edu/rp/stock-market-during-covid> (дата обращения: 01.06.2026).

росту. В трактовке Сидни Вахтеля, который впервые в далеком 1942 г. обозначил этот эффект, причиной являются «налоговые распродажи» в декабре, «спрос на наличные деньги» и «хорошее настроение и радость во время рождественских праздников» [9]. Однако аномалия январской доходности с 1990 г. перестала существовать даже на фондовом рынке США, и сохранилась только статистика:

- с 1927 по 1942 г. январская доходность рынка США составляла 2,7%, тогда как доходность других месяцев – 0,31%;
- с 1942 по 1957 г. – 2,2%, тогда как доходность других месяцев – 1,1%.

Любую из числа календарных аномалий мы не рекомендуем рассматривать как надежный «календарный паттерн», который можно все время использовать для торговых стратегий, протестировав момент, когда они перестают работать.

Новое время и изменение информационной среды трансформируют и усиливают поведенческие эффекты, источником которых выступает социальная психология. Иначе говоря, аномалии в движении цен на фондовом рынке возникают в результате изменения поведения людей, обусловленного включением их в социальные группы, а также психологических характеристик самих групп. Неоднородность инвесторов, которая регламентируется их делением на институциональных и индивидуальных, квалифицированных и неквалифицированных, в новой реальности информационного пространства приобретает новый функционал. Оказавшись в условиях жесткой конкуренции на рынке акций, эти группы инвесторов формируют стратегии с использованием даже пренебрежения со стороны иной группы.

По количеству сформированных поведенческих аномалий пальма первенства, по нашему мнению, принадлежит частным инвесторам с форума Reddit. Игнорируя результаты и технического, и фундаментального анализа по акциям компании GameStop и руководствуясь «эмоциями классовой борьбы с инвестиционными

фондами», реддиторы в январе 2021 г. активно скупали акции компании GameStop, повысив их рыночную цену на 1 600%. Затем они сговорились вкладываться в серебро, и в итоге цены на драгметалл достигли максимума за последние восемь лет, превысив 30 долларов за тройскую унцию. Активно задействовав социальную психологию, с помощью мемов они уговорили несколько тысяч человек покупать криптовалюту – догекоины, цена которых на 28 января 2020 г. благодаря «хомячкам из Reddit» выросла почти на 900%.

В результате анализа когнитивных искажений можно выделить такие поведенческие эффекты, как:

- *групповая поляризация* – когда группа людей принимает более рискованные или, наоборот, консервативные решения в построении торговой стратегии на фондовом рынке, чем те, которые были бы выбраны индивидуально;

- *эффект толпы* – когда инвесторы начинают следовать за указаниями лидера группы вопреки результатам фундаментального и технического анализа, что неизбежно формирует «пузыри биржевой капитализации» и высокие инвестиционные риски;

- *искажение оценки риска* – иллюзия защищенности от рисков из-за социального взаимодействия, неадекватное восприятие поступающей информации, распространяемой в социальных сетях и новостях без ее критического переосмысления;

- *эффект Bandwagon* – коллективный импульс «прыжка в последний вагон» группой инвесторов, которые воспринимают модель поведения просто потому, что так делают другие участники социальной группы. Этот эффект обусловлен традиционными для инвестора состояниями алчности и страха – страхом упустить что-то (FoMO) и убежденностью в правильности рекомендаций в социальных сетях и новостях без их критического анализа.

Охарактеризовать все поведенческие аномалии на фондовом рынке – задача трудновыполнимая, однако анализ их вли-

яния на реализацию инвестиционных стратегий свидетельствует об объективной необходимости использования эвристического анализа. Использование фундаментального и технического анализа может быть дополнено поведенческими стратегиями, основанными на предыдущем опыте решения аналогичных проблем. Однако не все поведенческие аномалии, встречающиеся на фондовом рынке, можно оха-

рактеризовать как календарные. Предвзятое утверждение, что гэп всегда будет закрыт, не связан с каким-либо периодом, так как момента, когда он будет закрыт, не знает никто, и его нельзя прогнозировать ни с помощью фундаментального, ни с помощью технического анализа. Трудно прогнозировать момент, когда «безумие толпы» развернет рынок в обратную сторону.

Список литературы

1. Володина В. Н. «Туристические» токены: новые потребительские цифровые активы // Сберегательное дело за рубежом. – 2023. – № 1. – С. 28–33.
2. Лебон Г. Психология народов и масс. – М.: АСТ, 2024.
3. Маккей Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы. – М.: Альпина, 2017.
4. Марголин А. М., Синютин Л. П. Финансовая грамотность населения как фактор развития венчурного инвестирования в России // Финансы, деньги, инвестиции. – 2023. – № 1. – С. 18–26.
5. Переверзева А. А. Инвестиционное поведение физических лиц на финансовом рынке: факторы и индикаторы количественной оценки // Финансы, деньги, инвестиции. – 2021. – № 1. – С. 18–24.
6. Семенкова Е. В., Южакова О. А. Специфика фундаментального анализа в процессе IPO // Развитие экономики суверенного государства: правовые и экономические аспекты: материалы Всероссийской научно-практической конференции. – М., 2024. – С. 245–252.
7. Солдатова А. О. ESG-секьюритизация на примере сценарного выпуска CDS // Финансы, деньги, инвестиции. – 2022. – № 4. – С. 15–21.
8. Allais M. Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine // Econometrica. – 1953. – Vol. 21. – N 4. – P. 503–546.
9. Wachtel S. B. Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices // The Journal of Business of the University of Chicago. – 1942. – Vol. 15. – N 2. – P. 184–193.
10. Werner F. M. De Bondt, Thaler R. Does the Stock Market Overreact? // The Journal of Finance. – 1985. – Vol. 40. – N 3. – P. 793–805.

References

1. Volodina V. N. «Turisticheskie» tokeny: novye potrebitelskie tsifrovye aktivy [‘Tourist’ Tokens: New Customer Digital Assets]. *Sberegatelnoe delo za rubezhom* [Thrift Industry Abroad], 2023, No. 1, pp. 28–33. (In Russ.).
2. Lebon G. *Psikhologiya narodov i mass* [Psychology of Peoples and Masses]. Moscow, AST, 2024. (In Russ.).
3. Makkey Ch. *Naibolee rasprostranennye zabluzhdeniya i bezumstva tolpy* [The Widely Spread Delusions and Madness of Crowd]. Moscow, Alpina, 2017. (In Russ.).
4. Margolin A. M., Sinyutin L. P. *Finansovaya gramotnost naseleniya kak faktor razvitiya venchurnogo investirovaniya v Rossii* [Financial Literacy of the Population as Factor of

Developing Venture Investment in Russia]. *Finansy, dengi, investitsii* [Finance, Money, Investment], 2023, No. 1, pp. 18–26. (In Russ.).

5. Pereverzeva A. A. Investitsionnoe povedenie fizicheskikh lits na finansovom rynke: faktory i indikatory kolichestvennoy otsenki [Investment Behavior of Individuals on Finance Market: Factors and Indicators of Quantitative Estimation]. *Finansy, dengi, investitsii* [Finance, Money, Investment], 2021, No. 1, pp. 18–24.

6. Semenkova E. V., Yuzhakova O. A. Сpetsifika fundamentalnogo analiza v protsesse IPO [Specific Features of Fundamental Analysis in Oil Process]. *Razvitie ekonomiki suverennogo gosudarstva: pravovye i ekonomicheskie aspekty: materialy Vserossiyskoy nauchno-prakticheskoy konferentsii* [Economy Development of Sovereign State: Legal and Economic Aspects: materials of the All-Russian Conference]. Moscow, 2024, pp. 245–252. (In Russ.).

7. Soldatova A. O. ESG-sekyuritizatsiya na primere stsenarnogo vypuska CDS [ESG-Securitization Illustrated by Scenario CDS Issuance]. *Finansy, dengi, investitsii* [Finance, Money, Investment], 2022, No. 4, pp. 15–21. (In Russ.).

8. Allais M. Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica*, 1953, Vol. 21, No. 4, pp. 503–546.

9. Wachtel S. B. Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices. *The Journal of Business of the University of Chicago*, 1942, Vol. 15, No. 2, pp. 184–193.

10. Werner F. M. De Bondt, Thaler R. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 1985, Vol. 40, No. 3, pp. 793–805.

Поступила: 29.10.2025

Принята к печати: 24.12.2025

Сведения об авторах

Кира Евгеньевна Калинкина

кандидат экономических наук,
доцент, заведующая базовой кафедрой
«Экономические и правовые экспертизы»
Союза судебных экспертов
«Экспертный совет» РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 109992, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Kalinkina.KE@rea.ru

Елена Вадимовна Семенкова

доктор экономических наук,
профессор, профессор базовой кафедры
«Экономические и правовые экспертизы»
Союза судебных экспертов
«Экспертный совет» РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 109992, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Semenkova.EV@rea.ru

Information about the authors

Kira E. Kalinkina

PhD, Assistant Professor,
Head of the Basic Department
of Economic and Legal Expertise
of the Union of Judicial Experts
"Expert Council" of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian
University of Economics,
36 Stremyanny Lane, Moscow,
109992, Russian Federation.
E-mail: Kalinkina.KE@rea.ru

Elena V. Semenkova

Doctor of Economics, Professor,
Professor of the Basic Department
of Economic and Legal Expertise
of the Union of Judicial Experts
"Expert Council" of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian
University of Economics,
36 Stremyanny Lane, Moscow,
109992, Russian Federation.
E-mail: Semenkova.EV@rea.ru