

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра «Ценных бумаг и финансового инжиниринга»

**Дипломная работа  
на тему:**

***«Поведение инвесторов на рынке ценных  
бумаг: основы, закономерности, влияние на  
конъюнктуру отечественного рынка»***

Студент группы К 5 – 4

Верхошинский В.В.

Научный руководитель

доц. Андрианова Л.Н.

Консультант кафедры АИТ

доц. Литвиненко А.Ф.

**Москва 2003 г.**

# Содержание

<b>Введение .....</b>	<b>3</b>
<b>Гл.1. Основные теории рынков ценных бумаг.....</b>	<b>5</b>
<i>1.1. Теории анализа рынков ценных бумаг .....</i>	<i>6</i>
1.1.1. Технический анализ .....	6
1.1.2. Фундаментальный анализ.....	10
1.1.3. Закон природы .....	15
1.1.4. Теория случайных блужданий .....	16
<i>1.2. Теория эффективно функционирующего рынка .....</i>	<i>18</i>
1.2.1. Концепция Efficient Market Hypothesis .....	18
1.2.2. Опровержение рациональности рынка .....	22
<i>1.3. Теория поведенческих финансов .....</i>	<i>24</i>
1.3.1. Понятие поведенческих финансов.....	24
1.3.2. Способность формирования инвесторами «лучших ожиданий» .....	27
1.3.3. Виды поведенческих предубеждений .....	30
1.3.4. «Эвристические предубеждения» и «оптические иллюзии» .....	33
1.3.5. «Эвристические предубеждения» и «ошибочные ожидания».....	35
<b>Гл.2. Анализ принципов поведения участников биржевой торговли .....</b>	<b>39</b>
<i>2.1. Психологические факторы, определяющие поведение трейдера .....</i>	<i>40</i>
2.1.1. Причины и характеристика реакций трейдера .....	40
2.1.2. Роль эмоций в трейдинге .....	45
2.1.3. Соотношение интуиции и опыта в действиях трейдера.....	51
<i>2.2. Психология биржевой толпы.....</i>	<i>54</i>
2.2.1. Феномен толпы.....	54
2.2.2. Психология масс и рынки ценных бумаг.....	57
<i>2.3. Наиболее распространённые психологические ловушки и ошибки трейдера. «Кратчайший путь к разорению».....</i>	<i>60</i>
<i>2.4. Особенности поведения отечественных инвесторов на рынке ценных бумаг .....</i>	<i>67</i>
2.4.1. Характерные особенности менталитета российских инвесторов.....	68
2.4.2. Авторские наблюдения.....	74
2.4.3. Влияние поведенческих факторов на динамику отечественного рынка.....	77
<b>Заключение .....</b>	<b>82</b>
<i>Список литературы .....</i>	<i>86</i>
<i>Приложения .....</i>	<i>88</i>

## Введение

«... всегда полезно изучать людей – насколько легко мы, твари божьи, склонны верить тому, во что нам хочется верить, и как мы позволяем себе – а на деле даже понуждаем себя – подпадать под влияние собственной алчности или легкомыслия. Людские страхи и упования всегда одинаковы, а потому всегда есть смысл изучать психологию спекулянтов – она ведь тоже не меняется»<sup>1</sup>.

*Э. Лефевр*

Со времён проведения первых аукционных торгов и появления первых ценных бумаг прошло огромное количество времени и за это время многое безвозвратно изменилось. Изменились границы государств, многие из коих и вовсе перестали существовать, изменилась мода на одежду, музыку, ароматы духов и живопись, изменились взгляды на жизнь и человеческие ценности, изменились и рынки ценных бумаг и сами эти бумаги изменились до неузнаваемости. Лишь одно осталось первоначально неизменным – это люди.

Сегодня люди, как и триста и тысячу лет тому назад, так же любят и ненавидят, так же трусливо дрожат или восходят на эшафот во имя великой цели, так же мыслят и так же творят бессмертные шедевры. Именно эта неизменность человеческой природы, вековая незыблемость и постоянство души человека и является главнейшим обоснованием того, что всегда интересной, животрепещущей, актуальной и не проходящей темой несчётного множества исследований со времён первых античных философов является Человек.

Что такое рынок? Рынок – это люди. Что такое цены? Цены – это мнения людей. Что такое рынок ценных бумаг – это то место, где люди выражают своё предполагаемое мнение.

---

<sup>1</sup> Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. -М.: Олимп-Бизнес.2001. С. 418-419.

На сегодняшний день огромное число научных работ и исследований посвящено рынку ценных бумаг. Изучается его история и география, изучаются уже имеющиеся инструменты и изобретаются новые, разрабатываются теории по наиболее эффективному управлению ими. В последнее время всё большего внимания удостоиваются непосредственные участники, и виновники этого процесса – люди.

Целью данной работы является рассмотрение рынка ценных бумаг сквозь своеобразную призму психологии его участников, обработка научного знания накопленного в этой области, его структурирование и усиленное расширение. Основной нашей задачей является доказательство объективности влияния человеческой психологии на процессы, происходившие ранее и происходящие сегодня на фондовых рынках всего мира и России в частности.

Большинство современных теорий рынков ценных бумаг строят свои умозаключения и выводы, основываясь на концепции человека рационального, то есть, человека, любыми своими действиями стремящегося к максимизации его благосостояния, разумно ограничивающего свои риски и принимающего исключительно верные с инвестиционной точки зрения решения. Таков ли он – нынешний инвестор? Пожалуй что нет!

Главные враги современного биржевого игрока орудуют изнутри. Его раздирают его собственные монстры – его эмоции: жадность, страх, надежда и отчаяние не позволяют ему быть рациональным. Существует ещё целая масса иных психологических факторов как привитых, так и врождённых, которые могут заставить трейдера принимать ошибочные решения, рисковать и проигрывать.

Именно выявлению и всестороннему рассмотрению причин иррациональности инвестора и посвящена данная работа.

## Гл.1. Основные теории рынков ценных бумаг

«Самый важный и единственный фактор формирования рынка ценных бумаг – это человеческая психология»

*Джеральд М. Лоеб*

За последнее столетие, начиная с 19 века, людьми различных профессий и национальностей было предпринято бесчисленное множество попыток «укротить», «переиграть» рынок, а также суметь понять трудно постижимые принципы колебаний стоимостей финансовых активов с заветной целью предвидения их будущих величин.

Ученые, исследователи, а порой и просто биржевые спекулянты, задающиеся непростым вопросом об истинных причинах движений цен, и по сей день, ломают головы над созданием сколько-нибудь адекватной и действенной системы объяснения и прогнозирования поведения рынков ценных бумаг. С целью сделать рынки более понятными создаются различные объясняющие модели.

На сегодняшний день существуют несколько основополагающих теорий рынка капиталов, каждая из которых получили широчайшее распространение, признание и практическое подтверждение, а также активно используется инвесторами, аналитиками и учёными в качестве, может быть, отправной точки, подспорного материала или же объекта опровержения.

Настоящая глава посвящена рассмотрению современной теории рынка капиталов и выявлению её основных положений, позволяющих понимать поведение инвесторов и рынков ценных бумаг в целом.

## 1.1. Теории анализа рынков ценных бумаг

### 1.1.1. Технический анализ

«Технический аналитик – это социальный психолог...»

*Александр Элдер*

Идея создания универсальной системы, позволяющей с высокой долей вероятности предсказывать изменения цен на фондовом рынке, постоянно овладевала умами биржевых игроков.

Впервые технический анализ стал применяться японцами, торговавшими фьючерсами по поставке риса более трехсот лет назад. Впоследствии этот метод прогнозирования получил название «японские подсвечники»<sup>2</sup>.

Еще до появления графиков игроки пытались анализировать числовые показатели цен, изучая их зависимости и цикличность. В этом уже был заложен некий технический смысл, ведь на бирже играют люди, а значит, «магия чисел» имеет к биржевой игре непосредственное отношение. Замечено, что гораздо большее количество людей подает заявки на покупку или продажу акций по "круглым" ценам, оканчивающимся на "0" или "5". Соответственно "круглые" уровни приобретают особое значение, становясь крупными или мелкими преградами коллективных предпочтений на пути движения котировок.

Магия чисел имеет в техническом анализе и другие, более сложные проявления, поэтому мы можем смело причислить ее к базовым основам технического анализа. И хотя основным методом

---

<sup>2</sup> Шевченко И.Г. Стратегический анализ рынка акционерного капитала в России. -М.: Эдиториал УРСС. 2001. – С.176.

визуализации информации в техническом анализе являются графики, они все равно строятся на основании чисел.

Говоря об основах технического анализа, следует, прежде всего, вспомнить его постулаты<sup>3</sup>.

Примечательно, что основной из постулатов роднит теханализ с теорией эффективного рынка, вопросы которой рассматриваются в § 1.2., и одновременно является его камнем преткновения с анализом фундаментальным. Впрочем, технические аналитики не отрицают внешних фундаментальных влияний на формирование цены акции, но при этом они рассуждают следующим образом: *цена акции складывается из многочисленных составляющих, в число которых входят и финансовые показатели эмитента и макроэкономические факторы и политические события, но все эти составляющие в любой момент времени уже включены рынком в цену акции и поэтому не имеют никакого значения.*

Зачем изучать финансовую отчетность эмитента, следить за экономическими событиями и загружаться другими массивами информации, если можно взглянуть на цену акции, в которой согласно приведённому выше постулату технического анализа и теории эффективного рынка уже переработана и отображена вся доступная информация.

Согласно следующему постулату технического анализа: *рынок закономерен в своих движениях, поэтому его движения повторяемы.* Следовательно, находясь в стадии незаконченности какого-либо движения, можно предсказать дальнейший ход событий, неминуемо отрабатывающий подходящую к ситуации техническую модель.

---

<sup>3</sup> Русинов В.Н. Финансовый рынок: Инструменты и методы прогнозирования. –М.: Эдиториал УРСС, 2000. С 109.

Однако, почему же, несмотря на разнообразие новостей по их информативности, внутренней сущности, степени влияния на различные акции и еще множеству индивидуальных для каждой новости характеристик, теория технического анализа утверждает, что для любых поступающих на рынок новостей имеются стандартизированные модели развития событий?

Для этого существует отдельная теория - теория трендов<sup>4</sup> (*волновая теория Эллиота*). Она основана на психологических особенностях человека и утверждает, что вне зависимости от смысла поступившей на рынок информации, человеческая реакция на нее является вполне предсказуемой и поддается анализу. Действительно, у рынка вполне ограниченное количество степеней свободы и реакция на любую новость может быть лишь: положительной (рост цены), отрицательной (падение цены), никакой (боковое движение цены). В данной теории используются также положения психологии толпы, позволяющие определить как именно, по каким этапам будет происходить движение цены в подходящую для данного события сторону.

Помимо волновой в школе технического анализа существует и ряд других теорий. Среди них выделяют следующие<sup>5</sup>:

Теория DOW. Её цель – установить момент возникновения новой тенденции. В основе заложен принцип сравнения динамики индексов.

---

<sup>4</sup> Устойчивое во времени движение цены акции в одном направлении называется трендом.

Различают тренды:

- по направлению движения («бычий тренд» - рост цены, «медвежий тренд» - падение цены и «флэт» (flat) - движение без существенного изменения цены, что, собственно говоря, является отсутствием какого-либо тренда);
- по времени движения (краткосрочный – от 1 дня до 3 месяцев, среднесрочный - 3 месяца-год, долгосрочный - более года);
- по силе (слабый, средний, сильный). Сила тренда определяет надежность прогноза движения, построенного на его основе.

<sup>5</sup> Русинов В.Н. Финансовый рынок: Инструменты и методы прогнозирования. –М.: Эдиториал УРСС, 2000. С 109-110.



Теория повышения-падения курсов. Основана на сопоставлении количества акций, курс которых повысился, с количеством акций, курс которых понизился. Если в течении некоторого времени разница между ними будет положительной, то можно считать, что рынок имеет положительную тенденцию. Эта теория предполагает также учёт биржевых индексов и считается более точной чем DOW theory.

Теория объёма торговли – сравнение объёма биржевой торговли в сопоставлении с курсом. Большой объём операций в условиях роста цен считается признаком тенденции на повышение, и наоборот. Предполагается, что резкое изменение объёмов операций предшествует изменению курсов.

Теория суммарной короткой позиции. Данная теория основана на анализе индекса Short Interest Ratio (отношение общего объёма акций, проданных без покрытия, к среднему объёму всех операций). В предпосылке теории лежит то, что инвесторы впоследствии должны будут выйти на рынок и сделать закупки для покрытия своих позиций. Высокое значение индекса говорит о тенденции на повышение.

Технический анализ и сегодня широко используется участниками рынка ценных бумаг в различных странах. Подобное долголетие объясняется достаточно прочным идеологическим фундаментом, относительной простотой, обещаниями точности и возможности самостоятельного применения в каждый конкретный момент времени любого подходящего инструмента. К тому же автоматизация технического анализа достигла на сегодняшний день небывалых высот, позволяющих проводить все необходимые вычисления на компьютере.

Надо отметить, что технический анализ, как следует из приведённого к данному параграфу высказывании Э. Лефевра, действительно теснейшим образом связан с поведенческой психологией (более тесно, чем остальные теории анализа рынка ценных бумаг).

Каждый её приверженец должен осознавать, что одной из истинных причин движения трендов является психология участников торговли.

Именно поэтому, каждый технический аналитик должен быть ещё и психологом, и социологом, иначе его профессионализм будет не полным, а проводимый анализ не будет достаточно точным и результативным.

В подтверждение вышеизложенного тезиса приведём первое из четырёх правил рынка постулированных Ларсом Твидом в его книге «Психология финансов»<sup>6</sup>:

*«Рынок впереди. Совокупность проницательности всех действующих и потенциальных инвесторов обычно больше, чем одного – единственного человека. Возможно ли, что «другие» знают то, чего не знаем мы? Мы никогда не можем быть уверены в этом. Нам приходится согласиться, что это рискованная задача – находиться впереди знания всего рынка и заблаговременно не принимать во внимание это знание рынка о ценах».*

### **1.1.2. Фундаментальный анализ**

*«Фундаментальный анализ - метод прогнозирования изменения цены, основанный на анализе текущей экономической ситуации. Фундаментальный анализ предусматривает изучение балансов, годовых отчетов, биржевой конъюнктуры и перспектив развития отраслей экономики»<sup>7</sup>.*

---

<sup>6</sup> Твид Л. Психология финансов. Ик Аналитика. -М. 2002. С. 18.

<sup>7</sup> [http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl\\_art2.cgi?qqxcpcb#gltop](http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl_art2.cgi?qqxcpcb#gltop)

Фундаментальный анализ основывается на изучении общей экономической ситуации, состояния отраслей, положения в отрасли отдельных компаний - эмитентов ценных бумаг. Результаты изучения дают возможность определения инвестиционной привлекательности ценных бумаг корпорации или отрасли. Отличительной особенностью фундаментального анализа является изучение сущности инвестиционных процессов на фондовом рынке, ориентация на изменение ситуации в области инвестиций путем выявления взаимосвязей экономических явлений.

Данный анализ пока не нашел широкого применения на отечественном рынке ценных бумаг, вследствие того, что российский рынок до сих пор имеет спекулятивную направленность. Но в тоже время, профессиональные участники фондового рынка используют его в качестве основного при совершении операций по прямым и долгосрочным вложениям.

В основу фундаментального анализа положены постулаты теории финансов, таким образом, он помогает не только оценить инвестиционную привлекательность того или иного эмитента, но и прогнозировать финансовое состояние своего коммерческого партнера, банка, а также предоставлять информацию о собственной компании как эмитенте для привлечения дополнительных внешних ресурсов.

Фундаментальный анализ может проводится на трех уровнях:

- анализ состояния экономики в целом
- отраслевой анализ
- анализ корпораций в отрасли

Первый уровень - анализ состояния экономики в целом позволяет определить благоприятность инвестиционного рынка для вложений. Негативные макроэкономические явления оказывают влияние на

значение ожидаемого дохода и принимаемого риска вне зависимости от степени диверсифицированности портфеля.

*Второй этап - отраслевой анализ* выявляет отрасль в экономике, представляющую интерес для инвестора. На этом уровне отрасли подразделяются на три основных вида - растущие отрасли, стабильные отрасли и циклические отрасли.

*Растущие отрасли* имеют ряд характерных особенностей: постоянное и опережающее по сравнению с другими отраслями увеличение объемов продаж прибыли; высокий (выше среднего по экономике в целом) темп роста котировок на ценные бумаги, и, как следствие, хорошие возможности прироста инвестиционного капитала; образование нераспределенной прибыли для инвестирования в развитие производства. К растущим отраслям относятся те, которые находятся на этапе становления, а также традиционные отрасли, переживающие период роста в результате внедрения новых технологий или перехода на выпуск инновационной продукции. Вложения в ценные бумаги данной отрасли характеризуются высокой доходностью и большим процентом риска падения цен.

*Стабильные отрасли* отличаются устойчивостью своего развития; они в меньшей степени, чем другие отрасли подвержены воздействию макроэкономической ситуации. В данных отраслях объемы продаж и прибыль относительно стабильны и устойчивы даже в период экономического спада. Стабильное положение отрасли не может гарантировать полную защиту от рисков падения котировок ценных бумаг, но снижение котировок ценных бумаг стабильных отраслей наверняка будет не столь стремительным как по растущим отраслям. К стабильным отраслям можно отнести отрасли связанные с производством предметов или услуг текущего потребления, спрос на которые остается постоянным независимо от фазы цикла деловой

активности, уровня инфляции и других макроэкономических факторов. Вложения в ценные бумаги стабильных отраслей характеризуется надежностью и относительно низкой доходностью.

*Циклические отрасли* характеризуются особой чувствительностью к деловому циклу в экономике. К ним относятся отрасли, производящие средства производства или предметы длительного пользования, а также услуги, объем которых зависит от цикла деловой активности. Вложения в ценные бумаги данной отрасли характеризуются, с одной стороны, относительно высокой доходностью и, с другой стороны, определенным риском падения цен, хотя этот риск предсказуем и подвержен минимизации.

Третий этап фундаментального анализа - анализ корпораций в отрасли экономики характеризуется трудоемкостью и сложностью операций. В качестве основных источников информации для проведения данного типа анализа являются данные годовых и квартальных отчетов корпораций; публикации в прессе; компьютерные информационные каналы; материалы собраний акционеров и публичные выступления руководителей компаний; специальные исследования профессиональных участников фондового рынка. Структура и глубина анализа результатов финансово-хозяйственной деятельности компаний во многом зависят от прозрачности информации по определенной корпорации.

В целях проведения анализа корпораций, определяются коэффициенты, которые используются для сопоставления с аналогичными показателями других компаний той же отрасли и со среднеотраслевыми показателями. Также эти коэффициенты используются для выявления динамики и тенденций показателей; сравнения с планируемыми и сопоставления с эталонными показателями.

*Данные показатели группируются по следующим признакам:* показатели ликвидности и кредитоспособности, показатели эффективности, прибыльности и рентабельности, инвестиционные и прочие коэффициенты.

Выше приведен подход фундаментального анализа «сверху вниз», однако, при работе аналитики применяют также подход «снизу вверх»: специалистами сначала выявляются благоприятные для инвестиций корпорации, затем прогнозируются перспективы экономической отрасли, к которой принадлежит корпорация, и, в заключении анализируется ситуация экономики страны в целом. Этот подход на современном этапе более приемлем для инвестиционного анализа на российском фондовом рынке, т.к. фондовый рынок еще не сформировался и инвесторы отталкиваются от привлекательности ценных бумаг определенных корпораций. При подходе «снизу вверх» используются те же методы и критерии, как и при подходе «сверху вниз».

На практике результаты анализа корпораций на основе сведений отчетов приводятся в виде свода показателей и их характеристики. Зная все вышеприведенные подходы к фундаментальному анализу, инвестор, на основании данных, приведенных информационными агентствами и аналитическим издательствами, может оценить инвестиционную привлекательность того или иного эмитента.

Снова стоит сказать о человеческой психологии. Любые надвигающиеся политические или иные события и полученные данные отражаются на поведении рынка посредством поведения его участников, которые, в свою очередь, способны воспринять ту или иную информацию совершенно по-разному. Публика может абсолютно непредсказуемо отреагировать на какие-либо события (например,

объявление войны) и задать совершенно неожиданные направления движению трендов.

Именно поэтому, при проведении фундаментального анализа инвестор не должен забывать о психологии рынка, фундаментальный анализ оторванный от поведенческих мотивов толпы представляется недостаточно эффективным. Снова обратимся к четырём правилам Ларса Твида (третьему – «царство хаоса»), дабы наше высказывание не оставалось голословным.

*«Макроэкономические прогнозы обычно слишком неточные, чтобы представлять хоть какую-то ценность для инвестора, и всё потому, что на экономические взаимосвязи постоянно воздействуют мелкие, но существенные факторы, которые никто не может предсказать или оценить, но они могут изменить всё. Даже ещё хуже: то же самое касается и финансовых рынков»<sup>8</sup>.*

### **1.1.3. Закон природы**

Закон природы (Nature's Law Theory) – это идея, или скорее вера небольшого круга людей, которые противостоят на финансовых рынках приверженцам теории случайных блужданий.

По их мнению, рынок живет идеально упорядоченной жизнью, подчиняясь непреложным законам природы. Свою последнюю книгу Р.Н. Эллиот так и озаглавил: «Закон природы».

Люди, верящие в идеальный порядок, тяготеют к астрологии и мистике, пытаясь найти некую взаимосвязь между ценами и движениями планет. Тот, кто верит в подобные зависимости,

---

<sup>8</sup> Твид Л. Психология финансов. -М.: Ик Аналитика. 2002. С. 18

предполагают, что взлёты и падения цен на рынках можно прогнозировать надолго вперёд.

Надо сказать, что данная теория не нашла общемирового признания, и её последователи в основном не афишируют своей к ней принадлежности, так как это встречается с иронией и скепсисом другими участниками фондовых бирж.

Среди широких масс считается, что приверженцы Закона природы, как основополагающей гипотезы, так же сильно отчуждены от действительности, как и сторонники теории случайных блужданий несмотря на их диаметрально противоположность во взглядах.

#### ***1.1.4. Теория случайных блужданий***

Теория случайных блужданий получила наибольшее распространение и развитие в 70-х годах двадцатого столетия, когда Бёртон Малкьел (Burton Malkiel) написал свои «Случайные блуждания по Уолл-Стрит» («A Random Walk down Wall Street»), – книгу, которая сегодня общепризнанно относится к мировой классике инвестирования. «Случайные блуждания» – это теория рынка ценных бумаг, которая утверждает, что прошлые колебания или движения цен на акции в целом по рынку не могут быть использованы для предугадывания будущих цен. Первоначально разработанная Маурисом Кендалем (Maurence Kendall) в 1953 году теория гласит, что колебания цен на акции абсолютно независимы друг от друга и имеют одинаковую вероятность распределения, но с течением времени цены всё же склонны складываться в восходящие тренды.

Основным постулатом теории случайных блужданий является следующий – движения цен на биржевые активы случайны и непредсказуемы. Шансы на то, что завтра цены начнут расти или же



пойдут вниз – одинаковы. Также последователи данной теории полагают невозможным «превзойти» рынок без принятия на себя дополнительного риска.

В своей работе Малкьел предполагает, что наиболее выигрышной для инвестора является долгосрочная стратегия покупки (Buy-and-hold)<sup>9</sup>. По его мнению, в краткосрочном периоде все попытки, основанные на фундаментальном или техническом анализе, тщетны.

В то время как многие до сих пор поддерживают теорию случайных блужданий, другие считают, что картина инвестирования сильно изменилась за последние тридцать лет с момента выхода книги Малкьеля. Сегодня уже каждый имеет быстрый и легкий доступ к различной информации и рыночным котировкам. Инвестирование на рынке ценных бумаг больше не является привилегией для избранных. Объективно говоря, теория случайных блужданий никогда не была популярна на Уолл-Стрит, возможно по причине непринятия и порицания ею анализа и предвидения рыночных ситуаций – основ современного биржевого дела (см., например, Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. С. 93.). У данной теории много как сторонников, так и оппонентов. Насколько она верна и оправданна – вопрос неоднозначный, тем не менее, нам кажется очевидной её ограниченность с практической точки зрения. В целях обоснования данного утверждения упомянем четвертое правило Твида: *«Графики являются самореализующимися»*<sup>10</sup>.

То есть, хотя бы тот факт, что множество игроков, пользующихся одинаковыми правилами и инструментами, способны непреднамеренно задавать конкретно направленные тенденции, сам по себе является весомым контраргументом случайности блуждания цен.

---

<sup>9</sup> Malkiel Burton, «A Random Walk down Wall Street» W.W. Norton & Company, 7th edition, 2000.

<sup>10</sup> Твид Л. Психология финансов. –М.: Ик Аналитика. 2002. С. 18

## 1.2. Теория эффективно функционирующего рынка

В очень тесной взаимосвязи с теорией случайных блужданий находится теория эффективно функционирующего рынка.

### *1.2.1. Концепция Efficient Market Hypothesis*

*«Эффективный рынок - это рынок, на котором большое число рациональных участников, стремящихся к максимизации прибыли, активно соревнуется между собой, пытаясь предвидеть будущие рыночные котировки отдельных ценных бумаг, и где вся важная и необходимая текущая информация находится в свободном доступе для всех участников. На эффективном рынке конкуренция среди огромного числа подготовленных инвесторов приводит к возникновению ситуации, когда в каждый конкретный момент времени действительная стоимость любой бумаги отражает всю имеющуюся информацию об уже случившихся событиях в прошлом, и тех вероятных событиях, которые на данный момент ожидаются в будущем. Другими словами, на эффективном рынке в любой момент времени текущая стоимость каждой ценной бумаги является лучшей оценкой её внутренней стоимости»<sup>11</sup>.*

«Теория эффективного рынка» или гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis – EMH) зародилась в 60-х годах XX века. В её основу легло исследование доктора философских наук Юджина Фамы (Eugene Fama). Он выдвинул убедительную гипотезу о том, что на активном рынке, где действует большое число хорошо осведомленных и

подготовленных инвесторов, ценные бумаги будут соответствующим образом оценены на основе всей имеющейся информации. Ключевой предпосылкой для развития ЕМН стала так называемая концепция рационального инвестора. Согласно ей, рациональные инвесторы –

*это инвесторы, оценивающие «...потенциальную прибыль методом вероятностного взвешивания, который даёт ожидаемые прибыли. Риск измеряется как стандартное отклонение прибылей. Инвесторы предпочитают активы, которые дают наивысшую ожидаемую прибыль при заданном уровне риска. Они не любят рисковать»<sup>12</sup>.*

В действительности, большая часть людей, продающих и покупающих финансовые ценности, поступает так по причине своей уверенности в том, что данные бумаги стоят дороже, чем они за них платят, или же наоборот дешевле, чем просят. Но если рынок эффективен и текущие цены отражают всю наличную, а главное возможную информацию, тогда купля-продажа бумаг в попытке «обыграть» рынок превращается больше в игру случая, нежели умений и навыков. Этим заключением теория эффективного рынка разом отрицает всю необходимость и целесообразность как технического, так и фундаментального анализа, что также как и постулаты теории случайных блужданий вообще неприемлемо для сообщества инвесторов. Такая атака в на современный анализ рынка ценных бумаг разделила ЕМН на слабую, сильную и полусильную формы.

*Слабая (Weak) форма утверждает, что все прошлые цены и информация полностью отражены в ценах текущих. Таким образом, отпадает видимая надобность в техническом анализе.*

---

<sup>11</sup> Eugene F. Fama "Random Walk in stock market prices", *Financial Analysts Journal*, September/October 1965 – прим. Перевод автора.

<sup>12</sup> Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. –М.: Мир.2000. С.42,

Согласно *полусильной* (Semistrong) ЕМН, в текущих ценах отражена вся публично доступная информация. Что, соответственно, приводит к бесполезности фундаментального анализа рынка.

*Сильная* (Strong) форма говорит об отражении абсолютно всей информации в ценах ценных бумаг. Что делает невозможным проведение инсайдерской игры.

В середине 70-х годов полусильная версия гипотезы эффективного рынка была общепринятой теорией. Говоря о ЕМН, подразумевали именно её. Она была наиболее приемлема для сообщества инвесторов.

Нам, как исследователям, стоит задаться вопросом – *эффективен ли рынок на самом деле?* Дебаты по поводу эффективности рынка вылились в сотни и тысячи эмпирических исследований, целью которых было ответить на поставленный вопрос, и если рынок действительно эффективен, то определить в какой степени.

Ранние исследования, проводимые в Соединённых Штатах, предоставили огромное число фактов в поддержку слабой формы теории эффективного рынка и также некоторое число фактов подтверждающих её среднюю форму. В силу регулятивных особенностей фондового рынка США, трудно найти аргументы «За» сильную форму ЕМН, так как торговля на основе инсайдерской информации в Америке запрещена. Однако, в противовес ранним исследованиям, всё большее и большее количество так называемых *рыночных аномалий* (т.е. повторяющихся событий, которые могут быть использованы в целях получения «ненормальных», с точки зрения ЕМН, прибылей) было выявлено более поздними исследованиями. Все выявленные аномалии можно свести в четыре основные группы.

1) *Сезонные аномалии* (Seasonal anomalies) – ситуации, повторяющиеся в определённые временные интервалы (например, т.н. «эффект

- января» (January effect) - в среднем в первой половине января акции демонстрируют большую активность и рост, чем в остальное время).
- 2) Событийные аномалии (Event anomalies) – аномалии, связанные с какими-то легко определяющимися событиями («эффект рекомендаций аналитиков» (Analyst's recommendation effect) - в основной своей массе, акции, которым аналитики активно пророчат рост, склонны в последующем иметь понижительные тренды).
- 3) Аномалии фирм (Firm anomalies) – вызваны определенными характеризующими признаками в деятельности компаний («эффект маленьких компаний» (Small firms/size effect) - в среднем акции небольших компаний (как группы) более перспективны, чем крупных).
- 4) Аномалии отчетности (Accounting anomalies) – возникают при опубликовании какой-либо бухгалтерской и прочей внутрифирменной информации («эффект выплаты дивидендов» (Dividend yield effect) - акции с более высокой дивидендной доходностью, в целом, являются более привлекательными, чем акции с более низкой величиной этого показателя).

Теоретически, в момент, когда обнаруживается новая аномалия, инвесторы стремятся использовать выявленную «неэффективность» рынка в целях получения прибыли. Но на деле, большинство известных аномалий со временем бесследно исчезают, либо признаются невозможными к использованию в силу высокой стоимости транзакционных издержек.

Если каждый инвестор знает о том, что рынок эффективен, то рынок просто перестанет быть таковым по той причине, что в этом случае никто не будет заниматься его анализом. В этом заключается парадокс эффективности рынка.

### **1.2.2. Опровержение рациональности рынка**

Ларс Твид выделяет своё последнее из четырёх (второе) правил рынка:

*«Рынок иррационален. Рынок может быстро реагировать на факты, но он может быть и субъективным, эмоциональным и подчиняться всего только одному капризу изменяющихся трендов. Иногда цены могут колебаться в зависимости от финансового положения и интересов инвесторов, блуждая между массовой истерией и безразличием, нежели между курсами ценных бумаг. Следовательно, попытки частного инвестора быть разумным, на самом деле могут оказаться абсурдным поведением»<sup>13</sup>.*

Общепринятая «рациональная» модель описывает не то, как инвесторы принимают решения, а то, как они должны это делать. То есть гипотеза эффективного рынка (впрочем, как и все рассмотренные выше современные теории рынков ценных бумаг) абстрагируется от личностных особенностей участников этого рынка, и психологии поведения толпы.

В отличие от ЕМН в когнитивной психологии преобладает иной взгляд на человеческое поведение. Считается, что на процесс принятия человеком решения непосредственное влияние оказывают подсознательные факторы. Среди этих определяющих факторов числятся восприятие, ментальные модели, эмоции и т.д.

На наш взгляд, некоторая слабость теории эффективного рынка заключается не в том, что по её трактовке «рынок знает всё», а именно в том, что она приравнивает это знание непосредственно к действию. Рынок может знать всё, но даже знающие и опытные игроки порой

---

<sup>13</sup> Твид Л. Психология финансов. -М.: Ик Аналитика. 2002. С. 18

могут действовать неразумно и *нерационально* из-за собственной недисциплинированности или же эмоционального влияния толпы, подталкивающих их в неверную сторону.

Подобное мнение автора основывается и подтверждается фундаментальными исследованиями ведущих в этой области ученых

Основываясь на обширных теоретических работах и экспериментах, посвящённых человеческому поведению, американский психолог Дэниел Канеман (см. §1.3.) и ряд других исследователей подвергли критике предположение о рациональности индивида.

В своих исследованиях Канеман в сотрудничестве с другим израильским психологом, Амосом Тверски, показал, что люди не способны полноценно анализировать сложные ситуации, в которых предстоящие события скрыты за завесой неизвестности. В условиях неопределённости индивид полагается на короткий эвристический анализ («эвристики» – см. §1.3.4.) или же на эмпирические правила («правило большого пальца» – см. §1.3.4.)<sup>14</sup>, часто игнорируя закон больших чисел, накопленный опыт и здравый смысл.

Таким образом, мы приходим к важному заключению о том, что фондовый рынок нельзя назвать рациональным, или по крайней мере абсолютно рациональным, в силу иррациональности поведения его участников.

Применение психологического анализа на финансовых рынках в конечном счёте привело к возникновению *теории поведенческих финансов*, которая в отличие от ЕМН занимается исследованием того, как процесс принятия решений людьми на рынке происходит в действительности. Именно её рассмотрению и будет посвящён следующий раздел данной работы.

---

<sup>14</sup> Моисеев С. Нобелевская психоэкономика. Валютный спекулянт. №1(39). 2003. С.80-82.

### **1.3. Теория поведенческих финансов**

Поведенческие финансы (Behavioral Finance) – это совершенно новая отрасль в экономике, которая в последнее время удостоивается всё большего и большего внимания со стороны инвесторов. В 2002 году Нобелевской премии по экономике впервые был удостоен учёный психолог<sup>15</sup>. Им стал американский исследователь, профессор Принстонского университета Дэниел Канеман (Daniel Kahneman), занимавшийся работой непосредственно в области теории поведенческих финансов.

Данное направление в современной экономической науке активно развивается и призвано дополнить и усилить существующие теории рынка ценных бумаг. Нарботанные в рамках этой теории идеи, активно продвигаются в практическую повседневную деятельность зарубежных трейдеров и инвесторов.

В России сегодня данное направление удостоивается всё большего внимания со стороны как участников рынка ценных бумаг, так и учёных-исследователей. Уже опубликовано некоторое количество статей и несколько книжных изданий, в интернете ведутся дискуссии. Поведенческие финансы всё увереннее входят в современную отечественную науку и завоёвывают себе место в практической биржевой деятельности.

Попытаемся определить содержание понятия поведенческих финансов.

#### ***1.3.1. Понятие поведенческих финансов***

Поведенческие финансы –

---

<sup>15</sup> [http://www.princeton.edu/pr/home/02/1009\\_kahneman/hmcap.html](http://www.princeton.edu/pr/home/02/1009_kahneman/hmcap.html)



*«...это объединение классической экономики и финансов с психологией и наукой о принятии решений, это попытка объяснения причин некоторых аномалий, выявленных ранее в научной литературе, это наука о систематических ментальных ошибках инвесторов, возникающих в процессе формирования суждений»<sup>16</sup>.*

Все экономические модели (теории) обычно вводят много различных упрощающих допущений как относительно условий функционирования рынка, так и относительно поведения его участников. Обычно подобные допущения, лежащие в основе модели, недвусмысленно оговорены, но иногда они бывают и тщательно завуалированы – последнее чаще всего касается именно поведенческих допущений.

Для наглядной иллюстрации вернёмся к уже рассмотренной нами ранее теории эффективного рынка.

Наиболее частыми допущениями, касательно *рыночных условий*, лежащими в основе ЕМН, являются следующие:

- Транзакционные издержки равны нулю.
- Рынки не сегментированы.
- Беспрепятственность входа и выхода с рынка.

*Поведенческие допущения* принятые ЕМН следующие:

- Инвесторы действуют беспристрастно, с целью максимизации стоимости их портфелей.
- Инвесторы всегда действуют в своих собственных интересах.

Первое ограничение подразумевает, что инвесторы формируют непредвзятые ожидания относительно будущего. Они продают и

---

<sup>16</sup> Russell J. Fuller “Behavioral Finance and the sources of Alpha”, 2000.

покупают на рынке по тем ценам, которые на их взгляд приведут к максимизации стоимости принадлежащих им ценных бумаг.

Теория поведенческих финансов задаёт вопрос – верны ли допущения, лежащие в основе гипотезы эффективно функционирующего рынка? Так, например, если вы оставляете чаевые в ресторане, в котором никогда больше не появитесь, разве это можно назвать поведением исключительно в своих экономических интересах? Вряд ли. А ведь так люди поступают в большинстве случаев.

Ещё более уместным примером будет рассмотрение т.н. «социального инвестирования» - нежелание вкладывать средства в акции табачных компаний или наоборот стремление поддерживать экологически чистые предприятия. Такое поведение никак не вяжется с максимизацией прибыли. Почему инвесторы могут вести себя таким образом, и каковы могут быть последствия этого поведения на рынке? Всё это – область изучения теории поведенческих финансов.

Другой стороной изучения данной теории является то, как инвесторы формируют свои будущие ожидания, и как они могут сказаться на ценах финансовых инструментов. Исследования в когнитивной (поведенческой) психологии выявили, что при определённых условиях, люди систематически допускают ментальные ошибки в процессе мышления. Эти ошибки могут заставить человека вынести неверное, предвзятое заключение относительно будущего, в частности, переоценить (недооценить) те или иные ценные бумаги.

При том допущении, что инвесторы могут не всегда играть в пользу роста стоимости их портфеля, а также могут формировать предвзятые мнения, поведенческая наука способна объяснить многие из аномалий теории эффективного рынка (см. §1.2.).

### ***1.3.2. Способность формирования инвесторами «лучших ожиданий»***

Для дальнейшей работы нам необходимо обратиться к показателю – «альфа» (Alpha). Он отображает величину индивидуального (несистематического) риска активов (в отличие, например, от бета-коэффициента, который оценивает систематический риск) и приблизительно может быть определён как разница между прибылью от вложений в рисковый портфель и прибылью от усреднённого адекватного рыночного портфеля.

*«Коэффициент "альфа" – это показатель, характеризующий рискованность акции по отношению к рынку. Положительное значение коэффициента является дополнительным вознаграждением инвестору за риск покупки данной акции. Например, говорят, что доходность акции с коэффициентом "альфа" равным 0.5 превышает доходность рынка в целом на 0.5%»<sup>17</sup>.*

По Шарпу показатель альфа (его также называют сдвигом) определяет составляющую доходности бумаги, которая не зависит от движения рынка<sup>18</sup>.

В соответствии с одной из точек зрения, альфа является своего рода мерой недо- или переоценки рынком данной бумаги. Положительная альфа свидетельствует о переоценке рынком данной бумаги. Отрицательная альфа свидетельствует о недооценке рынком данной бумаги.

Наиболее активные инвесторы стремятся к максимизации величины этого показателя. В то время как инвесторы, следующие теории эффективного рынка, просто пытаются получить как раз усреднённый адекватный рыночный доход по своим вложениям.

---

<sup>17</sup> [http://www.art-capital.com.ua/?el\\_id=118](http://www.art-capital.com.ua/?el_id=118)

В процессе формирования портфеля активные игроки покупают и продают бумаги, основываясь на своих ожиданиях (предположениях), в основном, относительно будущей прибыльности и рискованности данных бумаг. Если сегодняшняя цена на акцию основана на рыночных ожиданиях относительно будущего, тогда кто-либо с целью предугадать завтрашнее изменение цен, должен иметь лучшее видение рынка, чем сам рынок в целом. Из этого следует, что основанием для происхождения всех альфа является способность инвестора формировать «лучшие ожидания» (Better expectations), нежели рынок.

Если наличие лучших чем у рынка ожиданий является причиной возникновения альфы, то рассмотрение процесса формирования этих ожиданий, очень важно для выявления объективных источников возникновения альфы. В основном, при формировании своих суждений инвесторы используют:

- Набор информации
- Процедуры обработки данной информации

Это предполагает два возможных источника альфы:

1. Лучшая (частная) информация. Большинство традиционных менеджеров-инвесторов стремятся сформировать лучший набор информации. Этот тип менеджеров часто относят к «традиционным» или «фундаменталистам».
2. Лучшая обработка информации. Некоторые исходят из предположения, что большая часть информации доступна всем, и поэтому сосредотачивают своё внимание на повышении качества обработки данной информации. Таких менеджеров часто называют «количественниками».

Важно заметить, что если гипотетический инвестор располагает какой-либо общественно недоступной информацией, это вовсе не

---

<sup>18</sup> <http://data.rbc.ru/public/153/showb.cgi%3F150502153.html&text>

означает, что будущие ожидания остального рынка являются предвзятыми. В этом случае, рыночные ожидания будут просто не так хороши, как если бы рынок располагал всей информацией, включая инсайдерскую. Ключевым вопросом здесь является: «Какова вероятность того, что любой индивидуальный инвестор или менеджер будет в состоянии *постоянно* получать лучшую информацию, когда так много других участников рынка пытаются сделать то же самое?»

Аналогичные замечания могут быть сделаны относительно лучшего процесса обработки информации. Если рынок не владеет лучшим методом обработки информации, его ожидания, тем не менее, не предвзяты, а лишь не так хороши, как если бы он им владел. Снова встает ключевой вопрос: «Какова вероятность того, что любой индивидуальный инвестор или менеджер разработает действительно лучший метод обработки информации, когда так много других участников рынка пытаются сделать то же самое?»

Существует и третий источник альфы.

### 3. Поведенческие предубеждения (предвзятости) (Behavioral biases)

Различные психологические исследования в области процесса принятия человеком решений выявили, что при некоторых обстоятельствах инвесторы не пытаются увеличивать свое благосостояние, а также допускают систематические ментальные ошибки. Оба эти случая могут сказаться на верности оценки ценных бумаг, и оба они являются результатом предвзятого суждения.

Итак, мы пришли к заключению, о существовании трёх возможных источников альфы: лучшая информация, лучшая её обработка и человеческие предубеждения.

Напомним, что как уже говорилось ранее, инвесторов первой группы мы причисляем к сторонникам фундаментального, а инвесторов второй группы – к сторонникам количественного анализа. Третий же тип инвесторов можно назвать «поведенческим» – и они занимаются тем, что выявляют на рынке недооценённые или переоценённые, в силу психологических факторов, бумаги.



Конечно же, невозможно отнести того или иного игрока исключительно к первой, второй или третьей группе. Всегда существует некоторого рода «наложения». Например, многие традиционные менеджеры, сосредоточенные в основном на формировании лучшей информации, работают над повышением качества её обработки, и наоборот.

### ***1.3.3. Виды поведенческих предубеждений***

В силу относительной молодости теории поведенческих финансов как отрасли экономической науки, на сегодня не существует какой-либо чёткой классификации всех выявленных поведенческих предубеждений (по крайней мере, по данным автора). В связи с этим, мы попытаемся провести свою классификацию (в экономической литературе всё же может встретиться иной, возможно более уместный, вариант).

Для начала, необходимо оговориться, что мы не принимаем в расчет «истинно иррациональных инвесторов». Например, предположим, что кто-либо предпочтёт в подарок на выбор не 1000\$, а скажем 500\$ (при прочих равных условиях) безо всяких на то видимых причин.

С экономической точки зрения это будет абсолютно иррациональным поведением, и понятно, что подобное сложно встретить на бирже. Поэтому мы не будем рассматривать аналогичные ситуации.

Рассматривать мы будем следующие виды поведенческих ошибок:

1. Поведение направленное не на максимизацию доходов (Non wealth-maximizing behavior). В экономической трактовке рациональные инвесторы всегда стремятся к увеличению собственной прибыли. В реальности же, инвесторы могут стремиться к достижению иных более для них важных целей.
2. Эвристические предубеждения и Систематические ментальные ошибки (Heuristic biases and Systematic mental mistakes). Эвристические предвзятости (или кратко – эвристики (см. следующий подпараграф)) побуждают людей совершать постоянные ошибки в суждениях на ментальном уровне, что в результате приводит их к неверной трактовке той или иной информации. До какого-либо момента (ошибки) инвесторы искренне уверены в правильности процесса обработки информации и направленности своих действий на прирост прибыли. После того как что-то случится они, *может быть*, выявят ошибку в своих суждениях, но в большинстве случаев даже не догадываются о ней.

Существует множество примеров «неприбыльного» поведения. Распространённым типом является так называемое «завешивание окон» (Window Dressing). Обычно оно происходит в конце квартала или

года, когда управляющие портфелями менеджеры «сплавляют» бумаги, демонстрирующие устойчивые понижительные тренды (убыточные), и покупают в портфель акции-лидеры. В силу транзакционных издержек и прочих причин эти операции могут оказаться далеко не прибыльными, но, тем не менее, на очередном докладе начальству или клиентам этот менеджер будет чувствовать себя гораздо увереннее.

Причиной другого класса проблем, выливающихся в «бесприбыльное» поведение может стать «концепция сожаления». Ученые Канеман и Тверски в своих работах 1970-х годов выявили тот факт, что у большинства инвесторов сожаления (боль) от потерь значительно превосходят радость выигрышей. Одним из выражений этого является то, что они медлят закрывать проигрышные позиции, и спешат с закрытием выигрышных.

Инвесторы так же страдают от недостатка самоконтроля, что тоже может привести к «неприбыльному поведению».

Так или иначе, для того чтобы поведение, не направленное на получение прибыли, в результате отразилось в неправильной оценке ценных бумаг, оно должно проявляться рынком в целом, а не отдельно взятым инвестором. Более того, для того чтобы подобную недо/переоценённость можно было использовать в целях получения прибыли, такие ситуации должны повторяться на рынке систематически. Эти два условия редко выполняются одновременно.

С другой стороны, «эвристики» могут стать причиной того, что основная масса инвесторов будет совершать ошибки при вынесении суждений, что в свою очередь может привести к неверной оценке рыночных ситуаций. Таким образом, всё же существует потенциальная возможность использования эвристик.



### 1.3.4. «Эвристические предубеждения» и «оптические иллюзии»

*«... люди обычно решают проблемы не с помощью вероятностей, а используя правила большого пальца, называемые эвристиками. Эти эвристики являются упрощёнными стратегиями решения сложных проблем при ограниченной информации»<sup>19</sup>*

Простым примером эвристик может служить то, как игроки в бильярд определяют силу и угол удара по шару. При этом они не решают тригонометрических и логарифмических уравнений, а используют выше упомянутое «правило большого пальца» (Rule of thumb) и ментальные стереотипы (шаблоны), что позволяет им играть и выигрывать, даже не зная азов математики.

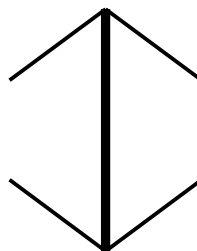
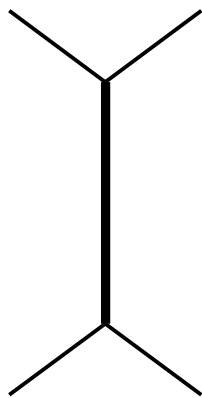
Тем не менее, когда подобные шаблоны используются в неправильной ситуации, это может привести к появлению систематических ментальных ошибок. Оптические иллюзии – простой способ продемонстрировать работу эвристических предубеждений.

Зрение – очень непростая, комплексная задача для нашего мозга. Глаз передаёт огромное количество графической информации, которая должна быть моментально проанализирована и интерпретирована нами в видимую картинку. За многие тысячи лет человеческий мозг «разработал» множество различных шаблонов для преобразования графической информации и эти эвристики обычно работают безотказно. Однако когда эти навыки используются мозгом в неверном контексте, и возникают оптические иллюзии.

Для наглядной иллюстрации можно взглянуть на рисунок, приведённый ниже. Какая из двух вертикальных линий длиннее?

---

<sup>19</sup> Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. –М. Мир. 2000. С. 237.



Ответ на этот вопрос (при условии, что опрашиваемый человек заранее не подготовлен) – «Левая выглядит

длиннее». На самом же деле обе линии имеют одинаковую длину. Проверьте.

Этот оптический обман возникает в силу того, что наш мозг пытается использовать шаблоны для преобразования трёхмерных изображений применительно к двумерной картинке. Стреловидные наконечники вертикальных линий «подталкивают» наш мозг думать, что информация, которую он получает – трёхмерна. Перевернутые «стрелы» создают ощущение глубины, и в этом случае нам кажется, что линия расположена дальше, чем на самом деле. Для преобразования трёхмерной информации мозг использует следующую эвристику: удалённые объекты на самом деле больше, чем выглядят, а приближённые – меньше (например, дом рассматриваемый с отдалённого расстояния, выглядит маленьким, но мы, тем не менее, знаем, что он в действительности большой). Именно поэтому левая линия кажется более вытянутой (по причине «Удалённости»), а правая менее (по причине «приближённости»).

Очень интересный и важный аспект всех эвристик заключается в том, что их очень сложно «побороть». Так, например, теперь, когда мы знаем о вышеприведенном оптическом обмане, попытаемся снова взглянуть на две вертикальные линии. Левая всё равно, кажется длиннее. И это несмотря на только что полученные знания об их истинном размере и причинах подобных иллюзий.

Эвристики, развивавшиеся сотнями, тысячами лет, можно сравнить с программным обеспечением компьютера. Но в отличие от программ, они настолько сильны и властны над нами, что вряд ли могут быть перепрограммированы.

### ***1.3.5. «Эвристические предубеждения» и «ошибочные ожидания»***

Сегодняшние цены, как уже много говорилось, основываются на будущих рыночных ожиданиях. Если они предвзяты, то рынок может быть пере/недооценён. В то же время, если индивидуальные ожидания какого-либо инвестора свободны от этих предубеждений, то он, осознавая ошибку рынка, способен предвидеть реальные изменения цен и, соответственно, формировать портфель приводящий к возникновению его альфы.

Как показал пример оптических иллюзий, эвристики, используемые в неверном ключе, могут привести к ошибкам на ментальном уровне – в случае с процессом инвестирования, к формированию неверного видения рыночной ситуации.

В решении проблем, люди используют великое множество эвристик. Здесь мы сосредоточимся только на четырёх из них, которые на наш взгляд теснее всего связаны с ошибками, возникающим в процессе принятия решения на биржах. К ним относятся:

1. Репрезентативность (Representativeness). «Если что-то выглядит и крикает как утка, то это, скорее всего, и есть утка». Касательно формирования своих ожиданий, люди оценивают вероятность неопределённого будущего, основываясь на опыте прежних событий или явлений. Репрезентативность может подвигнуть человека переоценить новую информацию, то есть

придать данной информации больше веса в её относительном влиянии на будущее.

2. Выпуклость (Saliency). Мы склонны переоценивать вероятность событий, случающихся не очень часто и при этом имевших место быть в совсем недавнем прошлом. Так, крушения пассажирских авиалайнеров в наше время событие довольно редкое. Тем не менее, если подобное случилось недавно, и было широко освещено в средствах массовой информации, то люди будут склонны переоценивать вероятность ещё одного падения самолёта в ближайшем будущем. Так же происходит и с кризисами на фондовых рынках.
3. Самоуверенность (Overconfidence). В основной своей массе мы склонны переоценивать свои навыки и знания. Например, если человек заявляет о своей уверенности в том или ином событии на 90%, то в среднем он прав лишь на 70%. Переоценка может заставить инвестора недооценить информацию.
4. Увязка (зацепка) (Anchoring). Психологи выявили, что при проведении людьми количественных оценок, сильное влияние на результат могут оказать недавние значения рассчитываемого показателя. Ни для кого не секрет, что продавцы подержанных автомобилей первоначально завышают их цену, а затем постепенно её опускают. Они делают это для того, чтобы покупатель «зацепился» за верхнюю планку, и затем, когда цена опустится до нормального или чуть выше предела, он был абсолютно уверен в выигрышности сделки. Увязки являются причиной возможной недооценки информации.

Ожидания основываются на наборе информации и способах её обработки. Для того чтобы понять, как рынок может сформировать предвзятое мнение, достаточно представить как он недооценил или

переоценил поступившую новую информацию. Переоценка информации означает, что инвесторы придают ей слишком большой вес во влиянии на будущие события, а при недооценке – наоборот слишком маленький.

Как было сказано выше, первые две эвристики (репрезентативность и выпуклость) могут заставить инвестора переоценить информацию. Они, по всей видимости, являются источником альфы для всех нестандартных (противоположных рынку) стратегий.

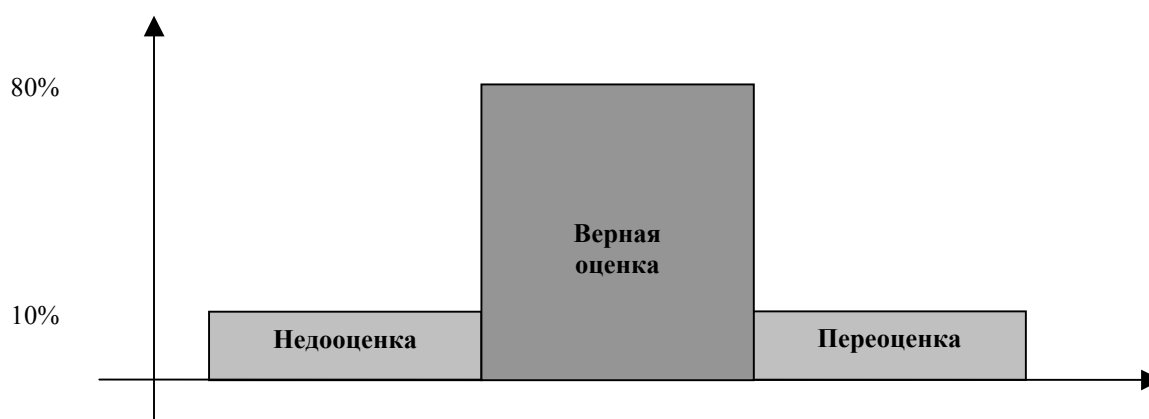
Например, предположим, что изменения цен следуют теории случайных блужданий. Если так, то завтрашнее падение цен на любую акцию так же вероятно, как и их рост. В случае, если подавляющее большинство игроков подвержены «синдрому» репрезентативности, то они, скорее всего, экстраполируют недавнее (предположим) падение цен, какой либо конкретной бумаги на далёкое будущее, особенно если были опубликованы многообещающие отчёты или сводки. То есть, рынок формирует некое предвзятое мнение и цены падают ниже их реального уровня. Для свободных от предубеждений инвесторов, это означает образование положительной альфы.

Обратной стороной переоценённости является недооценённость.

Действие недооценённости можно продемонстрировать на примере рыночной аномалии называемой «неожиданные прибыли» (Earnings Surprise). Предположим, некая компания на протяжении долгого времени объявляла величину показателя «выплачиваемые дивиденды на одну акцию» в размере 100 рублей, а затем в последнем заявлении увеличила это значение до 150 (что является следствием реструктуризации многих процессов внутри данной фирмы и прочих эффективных управленческих мер). Если аналитики, скажем, склонны к чрезмерной увязке нынешних фактов с прошлыми событиями, то они, скорее всего не придадут достаточного веса новой информации и не

повысят уже сложившуюся оценку. Однако, если случившиеся изменения будут носить постоянный характер, то аналитики постепенно начнут изменять своё мнение и рынок придет к «правильным» ценам.

Очень важно заметить, что инвесторы в основном не подвержены влиянию недооценок или переоценок, кроме как в необычных (неопределённых) условиях. Приведённая ниже диаграмма наглядно демонстрирует, то, как инвесторы воспринимают новую информацию, способную отразиться на будущих котировках ценных бумаг<sup>20</sup>.



Как видно, в большинстве своём инвесторы не ошибаются, и лишь в небольшом количестве случаев они переоценивают или недооценивают поступающую информацию, формируя тем самым предвзятые будущие ожидания. Если подобные ошибки допускает рынок в почти полном составе, то для кого-то это может стать источником возникновения его прибыли – его альфы.

Этим завершается наше рассмотрение теории поведенческих финансов (как составной части современной теории рынка ценных бумаг). В этом разделе мы попытались разобраться в поведенческих основах процесса принятия решений при инвестировании и убедиться в очевидной перспективности данного направления в экономической науке. Далее нами будут рассмотрены вопросы непосредственно психологии участников фондового рынка.

<sup>20</sup> Russell J. Fuller. *Behavioral Finance and the sources of Alpha*. 2000. P 16.

## Гл.2. Анализ поведения участников биржевой торговли

«То, что регистрируют при колебаниях фондового рынка, не события, а человеческая реакция на эти события. Это предположение миллионов мужчин и женщин о том, как всё происходящее повлияет на их будущее. Другими словами, фондовый рынок – это, прежде всего люди»

*Бернар Барук<sup>21</sup>*

Человеку свойственно ошибаться. Трейдеру никогда нельзя забывать эту старую истину, так же как и призыв Сократа: «познай себя». Трейдер может ошибаться в оценке рынка, но не должен ошибаться относительно себя. Ошибки в оценке рынка случаются часто, но упорство в повторении ошибок может привести к большим потерям. Нельзя переоценивать свои силы, но вредно и недооценивать их, иначе вы рискуете не меньше.

В данном разделе нашей работы речь пойдёт о человеческом поведении – как реакции на те или иные внешние события и раздражители.

Мы постараемся рассмотреть те факторы и силы, которые заставляют людей принимать зачастую неверные решения при проведении биржевой игры. Иными словами, мы попытаемся выявить причины, ведущие, в конечном счете, к проявлению человеческой иррациональности.

---

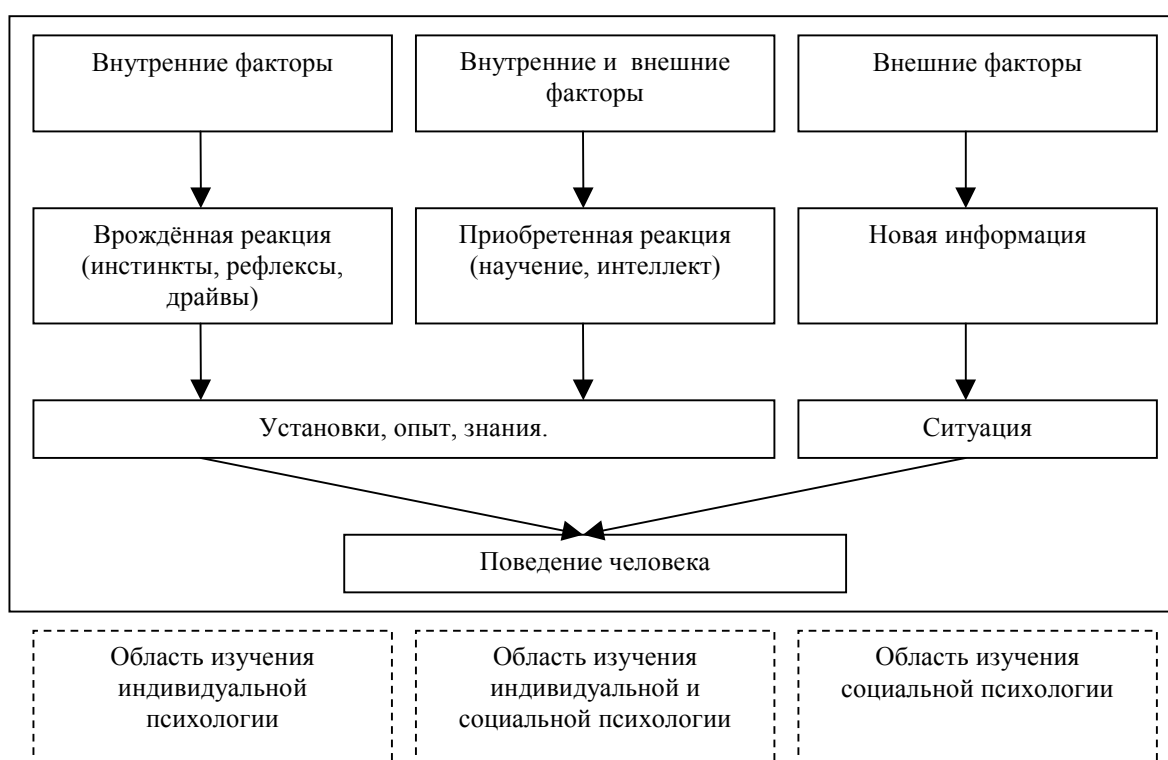
<sup>21</sup> Твид Л. Психология финансов. –М.: ИК Аналитика. 2002. С.1.

## 2.1. Психологические факторы, определяющие поведение трейдера

### 2.1.1. Причины и характеристика реакций трейдера

Все наши действия находятся под влиянием целого комплекса внешних и внутренних факторов: прошлой жизни и приобретённого в ней опыта, влияния внешней среды, а также наших личных физиологических и психологических особенностей.

Э. Л. Найман в Малой энциклопедии трейдера приводит следующие факторы, влияющие на действия человека<sup>22</sup>:



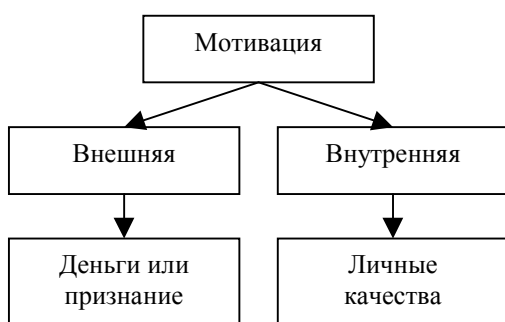
Как видно, наше поведение подвержено влиянию накопленного опыта, знаний и сложившейся ситуации. Реакция на воздействие этих трёх факторов возникает последовательно после мотивации, восприятия и активации.

<sup>22</sup> Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997. С. 249



*Мотивация человека* – это есть не что иное, как его потребности.

Схематично мотивацию можно представить в виде следующего рисунка:



Мотивация – это то, ради чего индивид, и совершает те или иные поступки. У разных людей мотивация может быть абсолютно различной, для одних она сводится к удовлетворению элементарных потребностей в еде и питье, для других к проявлению каких-либо чувств, для третьих к реализации высокой жизненной цели...

За мотивацией следуют восприятие, которое во многом определяется развитием органов чувств, опытом и воображением и непосредственно влияет на процесс принятия трейдером решений.

В начале XX века швейцарский психиатр Герман Роршах (Herman Rorschach) разработал тест для исследования связи между восприятием и умонастроением человека<sup>23</sup>. Тест сводится к следующему: на десять листов бумаги ставится по чернильной кляксе, после чего листы складывают пополам для получения симметричного отпечатка и показывают испытуемым. Большинство из них «опознают» в простых кляксах части тела, животных, дома, разные предметы. Каждому видится то, что у него на уме.

Вот и для многих трейдеров их графики могут превращаться в своеобразные пятна Роршаха – произвольное отражение их чаяний, страхов и надежд. Процесс, следующий за восприятием, называют активацией организма, то есть обработкой мозгом поступившей информации. Лишь после этого следуют определённые действия человека – его *реакция*.

<sup>23</sup> Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. С.87-88.

Выделяют два основных типа реакции – она может быть врождённой или же приобретенной.

Врождённые реакции состоят из рефлексов и инстинктов, присущих всем физиологически близким человеку видам. Они требуют минимального объёма информации и энергозатрат на её обработку.

*Рефлексы* являются простейшей формой поведения человека, присущей ему с самого рождения. На внешний стимул рефлекс отвечает автоматической реакцией (например, ударив себя молотком по пальцу, мы испытаем резкую боль и рефлекторно отдернем руку).

*Инстинкты* являются более сложной формой проявления человеческого поведения, чем рефлексы. Обычно они объясняются гормональными процессами, протекающими в организме человека.

В трейдере, как и в любом человеке, инстинкты могут проявляться на материальном уровне. Любое первоначальное действие трейдера рассматривается именно как его желание удовлетворять разнообразные материальные интересы. Если, совершив какое-либо действие (покупку или продажу), трейдер потерпел убытки, то это почти то же самое, когда в процессе добывания пищи он натолкнулся на непреодолимое препятствие и потерял при этом или левый глаз, или правую ногу. Любой нормальный человек отступит и постарается в это место больше один не заходить.

Если же трейдер заработал, да еще и достаточно легко, то данный факт приравнивается к обнаружению им хороших лесных угодий, в которых водится много непуганой дичи. Трейдер будет чаще заглядывать в такие "хорошие угодья". Именно в этом видится своеобразный прообраз трендового поведения рынка, когда сильная однонаправленная динамика цены сама себя подкрепляет.

Приобретённые реакции являются результатом научения и деятельности интеллекта (мышления). Научение посредством проб и

ошибок, появление условных рефлексов, элементарное подражание чужому поведению – это обычный процесс приспособления человека к окружающей среде. Более сложным, и поэтому сравнительно менее распространённым способом получения приобретённой реакции, является деятельность рассудка.

Интеллект от латинского *intellectus* – познание, понимание, рассудок.

Долгое время существовало две точки зрения на то, что же такое интеллект и как его измерить. Первая говорила, что интеллект является сугубо наследственной чертой и измерению не подлежит. Согласно второй точке зрения уровень интеллекта напрямую связан со скоростью восприятия информации и реакции на внешние стимулы. В настоящий момент большинство психологов придерживаются того мнения, что интеллект – это способность индивидуума приспособливаться к окружающей среде (тем не менее, большинство тестов по-прежнему оценивают уровень интеллекта по скорости выполнения определённых заданий).

Интеллект у трейдера проявляется в его способности логически осмыслить происходящее с ним и с окружающей его действительностью и принять на этой основе самое простое и верное решение. Если инстинкт действует неосознанно, пользуясь родовой памятью (это советы учителей и набор простых правил), то интеллект пытается самостоятельно осмыслить эти советы и правила в соответствии с собственным мировоззрением и изменившимися внешними условиями. Именно интеллект призван помочь найти выход из тупика, куда может завести простое следование старым правилам и собственным слабостям.

Процесс деятельности человеческого интеллекта является ни чем иным, как процессом мышления.

*Мышление* применительно к торговле на финансовых рынках представляет собой процесс оценки по каждому возможному инвестиционному решению соотношения риска и доходности и выбора наиболее эффективного варианта.

Выделяют два основных способа поиска решений той или иной проблемы<sup>24</sup>. Первый осуществляется при помощи конвергентного мышления, исходит из того, что существует только одно верное решение. Конвергентное мышление концентрируется на поиске единственно правильного решения с помощью уже имеющихся знаний и логического рассуждения. Второй путь, свойственный дивергентному мышлению, ищет решение по всем возможным направлениям. В большей степени людям присуще конвергентное мышления и вызвано это, скорее всего, традиционным подходом в обучении еще с детства. Творческим личностям в основном присуще дивергентное, а не традиционное мышление.

Человек с конвергентным типом мышления может дать один или два варианта решения проблемы, тогда как человек с дивергентным типом мышления предложит множество решений.

Так же следует отметить оригинальность и подвижность второго типа мышления. Здесь же следует сказать, что творческие личности менее конформны, а стандартом в обществе является конформный человек с конвергентным типом мышления. Дивергентное мышление является превалирующим у детей, и только с возрастом в процессе обучения, построенного на принципах подавления личности, большинство людей становятся обычными представителями конвергентного мышления.

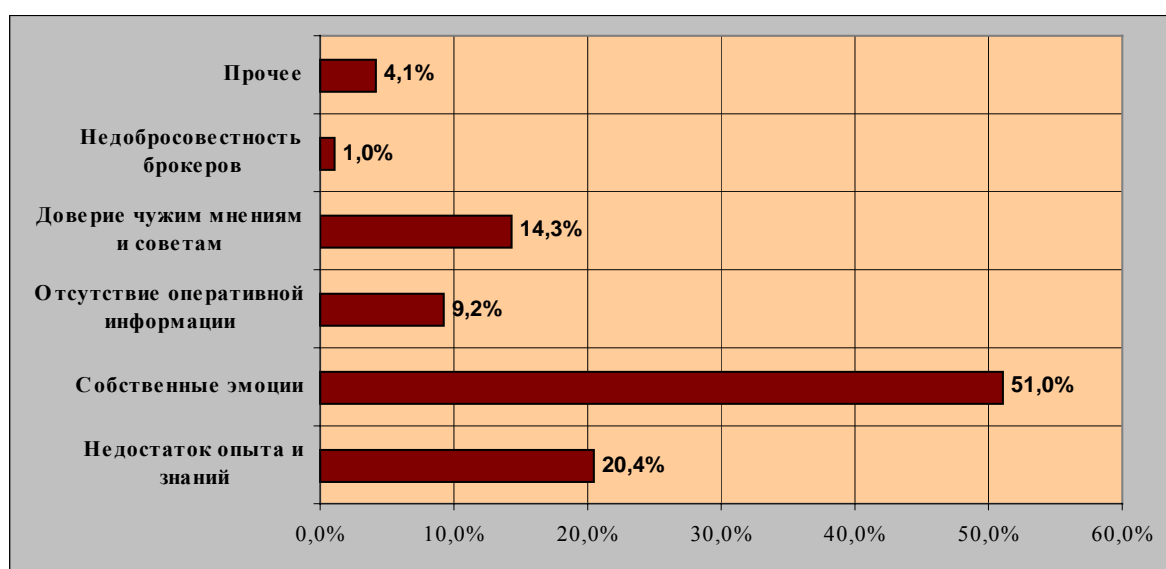
---

<sup>24</sup> Найман Э.Л. *Трейдер-инвестор*. –К.:Вира-Р, 2000. С.258

### 2.1.2. Роль эмоций в трейдинге

Эмоции являются одним из сильнейших отрицательных с точки зрения рационального инвестирования факторов, с которым приходится бороться каждому трейдеру. Большинство трейдеров, однако, так никогда и не учатся справляться с ними.

Согласно общественным опросам, проводимым на фондовом рынке, персональные эмоции признаются большинством игроков сильнейшей причиной финансовых потерь.



Как видно из приведённой диаграммы, трейдеры связывают свои проигрыши с проявлением их личных эмоций на 51% (кстати, третье место в этом «рейтинге» занимает влияние чужих мнений и советов, что непосредственно можно отнести к следствиям всё тех же эмоций).

*«Эмоции – это нечто, что переживается как чувство, мотивирует, организует и направляет восприятие, мышление и действия»*

*Кэррол Э. Изард «Психология эмоций»*

Современными психологами выявлено огромное множество различных эмоций – от двух-трёх десятков<sup>25</sup> до сотни<sup>26</sup>. Различные их сочетания, в свою очередь, образуют сложные эмоции, умножая, таким образом, их количество. Ниже мы рассмотрим только так называемые фундаментальные (ведущие) эмоции, опустив все мало касающиеся биржевой деятельности.

К фундаментальным эмоциям относятся следующие<sup>27</sup>.

1. *Интерес-волнение* – положительная эмоция, мотивирующая обучение, развитие навыков и умений и творческие стремления. На личностном уровне проявление интереса сопровождается повышением внимания, любознательности и увлеченности объектом интереса. Эмоция интереса важна для игрока-охотника, так как подвигает его к поиску нового. Инвестору-собирателю эффект новизны менее важен, его интересует в первую очередь надёжность.

На уровне рынка одним из проявлений интереса можно считать снижение волатильности.

2. *Радость* - максимально желаемая эмоция. Она является скорее побочным продуктом событий и условий, чем результатом прямого стремления получить ее.

Радость порождает альтруизм, который на финансовых рынках выражается в усилении эффекта «синицы в руках». То есть, когда человек находится в выигрышной позиции, он склонен к преждевременному её закрытию, недополучая, таким образом, часть прибыли.

3. *Удивление* появляется благодаря резкому повышению нервной стимуляции, возникающему из-за какого-либо внезапного события.

---

<sup>25</sup> Архипкина О. Реконструкция субъективного семантического пространства, означающего эмоциональные состояния. Вестн. Моск. ун-та. Сер.14. Психология., №2

<sup>26</sup> J. R.J. Fontaine; Y. H. Poortinga; B. Setiadi; S. S. Markam . Cognitive structure of emotion terms in Indonesia and The Netherlands. Cognition and Emotion. 2001.

<sup>27</sup> <http://azps.ru/handbook/ph/fundamentemot.html>

Удивление способствует направлению всех познавательных процессов на объект, вызвавший его.

4. *Горе-страдание* - эмоция, испытывая которую человек падает духом, чувствует одиночество, отсутствие контактов с людьми, жалость к себе. В результате, человек ослабевает, что приводит к уменьшению его защищенности и росту опасности, а это в свою очередь вызывает страх. Также, длительное горе может вызвать гнев.

5. При *гневе* кровь «кипит», лицо начинает гореть, напрягаются мышцы, что вызывает ощущение силы, чувство храбрости или уверенности в себе.

6. *Страх*, должно быть, испытывал в своей жизни каждый человек, его переживание очень вредно. Страх вызывается вестью о реальной или воображаемой опасности. Сильный страх сопровождает неуверенность и дурные предчувствия.

Страх часто возникает, когда трейдер получает убытки. При этом выделяют два типа проявления страха. Одних страх парализует, они не могут вовремя остановиться и теряют всё, других же он заставляет активно двигаться и заключать порой взаимоисключающие сделки, что также только ускоряет разорение.

Интересно, что страх может оказывать на игрока схожее влияние с радостью. То есть под его действием трейдер склонен к преждевременному закрытию прибыльных позиций.

7. *Стыд* мотивирует желание спрятаться, исчезнуть; он может также способствовать возникновению чувства бездарности, может быть основой конформности (боясь стыда, человек старается делать всё «как другие»), а иногда, наоборот, требовать нарушения групповых норм. Хотя сильное и постоянное чувство стыда может препятствовать развитию человека, эта эмоция часто способствует сохранению самоуважения.

Эмоция стыда иррациональна – она затуманивает разум.

8. *Вина* часто оказывается связанной со стыдом, но стыд может появляться из-за любых ошибок, а вина же возникает при нарушении морального или этического характера, причем в ситуациях, в которых субъект чувствует личную ответственность.

Вина увеличивает готовность человека идти на уступки, и некоторые люди этим умело пользуются. Примечательна с этой точки зрения, так называемая «тактика выбрасывания низкого меча»<sup>28</sup>. Выглядит она следующим образом.

Первоначально потенциальному клиенту (инвестору) делается предложение, которое его устроит с очень высокой вероятностью (например, купить дешево или продать дорого). Тут же с него берётся устное или письменное согласие совершить сделку. Таким образом, выгодная цена заманивает человека, а согласие на заключение сделки повышает его обязательства. Впоследствии, однако, первоначальные условия ухудшаются. Тем не менее, в большинстве случаев клиент всё равно совершит сделку, так как в глубине души он был на неё согласен, а отказ от предварительно данного обещания (пусть даже устного) – неприятное чувство для любого человека.

9. *Жадность* по убеждению многих является главной движущей силой, которая заставляет людей искать счастья на спекулятивных рынках. 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.

Если жадность инвестора незначительна, то сделок им будет заключаться мало, и возможно многие выигрышные моменты будут упущены. И наоборот, если жадность трейдера не имеет границ, то он

---

<sup>28</sup> Найман Э.Л. *Трейдер-инвестор*. –К.:Вира-Р, 2000. С. 274-275



скорее всего, будет заключать излишнее количество сделок, подвергая себя риску неясных перспектив.

Под действием жадности в отличие от страха инвестор может задержаться в выигрышной позиции дольше, чем это необходимо и, таким образом, так же понести убытки.

10. *Надежда*. Эту человеческую эмоцию (в купе со страхом и жадностью) некоторые аналитики называют определяющей в рыночных настроениях<sup>29</sup>.

Поведение трейдеров определяется надеждой в основном в двух случаях<sup>30</sup>:

- в момент входа на рынок. Именно надежда на получение прибыли может заставить кого-либо играть на фондовом рынке. До момента вступления в эту игру надежда адекватна жадности. Более жадный трейдер будет пытаться войти на рынок, даже если его надежда сравнительно не велика. Нежадный игрок будет выжидать момента, когда его надежда достигнет определённого (возможно завышенного) уровня.
- в момент получения убытков, когда возникает надежда на изменение ситуации к лучшему. В этой ситуации надежда трейдера проходит три этапа. На первом, когда потери ещё невелики, она неизбежна и в какой-то мере оправдана. На втором этапе, при дальнейшем росте убытков, надежда достигает своего пика. Перед трейдером жёстко встаёт вопрос о закрытии позиций, и его решение будет зависеть от того, насколько сильно разум контролирует желания. Третий этап характеризуется критическими убытками, и надежда перерастает в отчаяние.

Закончить данный параграф хотелось бы словами героя книги Эдвина Лефевра:

---

<sup>29</sup> <http://forex.km.ru/view/a996DA275B2BD4859B105C3CBE7A7766B.htm>

<sup>30</sup> Найман Э.Л. *Трейдер-инвестор*. –К.: Вира-Р, 2000. С. 277

«... в спекулятивной игре есть что-то противоестественное, потому что у среднего спекулянта на его личный успех ополчается его собственная природа. Свойственные всем слабости становятся фатальными для успеха в спекулятивной торговле. Причем обычно это те самые слабости, которые делают человека желанным в дружеском общении, или же те, от которых человек старается особенно тщательно защититься во всех других своих делах и которые и близко не так опасны, как торговля на фондовой или на товарной бирже.

Главные враги спекулянта орудуют изнутри. Человек по природе склонен к чувствам надежды и страха. Когда в ходе спекулятивной игры рынок вдруг идет против тебя, ты каждый день надеешься, что этот день – последний, и теряешь при этом больше, чем, если бы не прислушивался к голосу надежды, к этому верному союзнику всех первопроходцев и строителей империй – и больших и малых. А когда рынок идет так, как нужно тебе, ты начинаешь страшиться, что уже следующий день унесет с собой все твои прибыли, и ты выходишь из игры, - слишком рано выходишь.

Страх мешает тебе зарабатывать столько, сколько следовало бы. Удачливый торговец должен сражаться с этими врожденными и неистребимыми инстинктами. Он должен добиться того, чтобы эти естественные импульсы работали вполне противоестественным образом. Где обычные люди надеются, он должен страшиться, где они страшатся, он должен надеяться. Он должен страшиться того, что небольшие потери могут многократно возрасти, и надеяться на то, что прибыль обернется гигантской прибылью. Играть на бирже так, как это делает средний человек, абсолютно неверно»<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. –М.: Олимп-Бизнес.2001. С. 235-236.

### 2.1.3. Соотношение интуиции и опыта в действиях трейдера

«Чем больше я углублялся в анализ проблемы, тем яснее видел, что дело не в умении понимать ленту<sup>32</sup>, а в умении понимать самого себя»

*Э. Лефевр «Воспоминания биржевого спекулянта»*

Для начала попытаемся ответить на вопрос, что такое интуиция.

Слово «*интуиция*» используется часто в двух различных значениях. В одних случаях говорят, что человек думает интуитивно, когда, работая долго над какой-то проблемой, он вдруг неожиданно находит решение, которое он еще формально не проверил. В других случаях говорят, что данный человек обладает хорошей интуицией, если он может быстро делать очень удачные предположения о том, какой из нескольких подходов к решению задачи окажется эффективным.

По своей сути интуиция означает некий акт схватывания структуры задачи или ситуации без опоры на развернутые аналитические средства. Однако правильность или ошибочность интуиции устанавливается, в конечном счете, не самой интуицией, а методом проверки. Но именно интуиция позволяет быстро выдвинуть гипотезу или выделить существенные особенности понятий до того, как становится известной их ценность.

В современной науке существует множество определений понятия интуиции. Вот только два из них:

*«Интуиция - знание, возникающее без сознания путей и условий его получения, в силу чего субъект имеет его как результат "непосредственного усмотрения". И. трактуется и как специфическая способность (например, художественная или научная И.), и как "целостное схватывание" условий*

---

<sup>32</sup> Лента биржевого телеграфа – в общем, любой носитель информации.

*проблемной ситуации (чувственная И., интеллектуальная И.), и как механизм творческой деятельности (творческая И.)»<sup>33</sup>.*

Такова психологическая трактовка данного понятия, а, например, философская, звучит следующим образом:

*«Интуиция – это способность человека проникать в сущность вещей не путем рассуждения или логического мышления, а путем мгновенного неосознанного озарения»<sup>34</sup>.*

Из приведённых примеров видно, что в определении интуиции различные области научного знания всё же примерно сходятся. Таким образом, применительно к теме данной работы можно сказать, что интуиция есть не что иное, как способность трейдера работать и "видеть рынок не умом, но сердцем".

Американский экономист Эрик Л. Найман в своей книге «Малая энциклопедия трейдера» предположил, что восприятие инвесторами рынка является синтезом деятельности трех основных качеств его тела, ума и души, трех "И" - *Инстинкта, Интеллекта и Интуиции*.<sup>35</sup>

Что касается инстинктов и интеллекта, то их характеристики и особенности влияния на поведение трейдеров были даны нами в предыдущих разделах (см. §2.1.1.), а как же проявляет себя интуиция?

Существует мнение, что интуиция может появляться только с *опытом*. Так ли это? Опыт есть - лишь результат накопления знаний. Опыт, конечно же, помогает, но его мало для объяснения, откуда появляется интуиция. Есть такое поверье, как правило, подтверждаемое, что новичкам везет, но ведь новички совсем не обладают опытом.

На сегодня существуют программы по анализу рынков, представляющие собой набор простых правил (программы по техническому анализу) и самообучающие программы (использующие

<sup>33</sup> <http://azps.ru/handbook/i/intu230.html>

<sup>34</sup> Найман Э.Л. *Малая энциклопедия трейдера*. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997.С.200.

<sup>35</sup> Найман Э.Л. *Малая энциклопедия трейдера*. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997.С.200.

нейросетевые решения) (см. приложение 2). Эти виды программ являются компьютерной обработкой всего опыта предыдущих поколений трейдеров. По своей сути любая программа является только отображением двух качеств человека - его инстинкта и интеллекта. На сегодня не существует программ, прогнозирующих поведение рынка, используя интуитивный метод. Если мы не можем логически объяснить, что такое интуиция (а именно в этом кроется причина неудач в создании подобных программ), то можем ли мы ее применять. Найманом дается утвердительный ответ.

В настоящее время компьютерные шахматные программы, просчитывающие миллионы вариантов возможных ходов в минуту, до сих пор всё ещё не в состоянии всегда побеждать отдельных людей. Представляется абсолютно невозможным, чтобы эти люди просчитывали варианты развития событий лучше машины. Секрет их преимущества, скорее всего, кроется в наличии у живых шахматистов именно интуиции. Целенаправленно задействуя свои способности чувственного восприятия действительности, трейдер может развить свою интуицию, которая будет не хуже, а может быть и гораздо лучше любых самых лучших правил и самой лучшей программы подсказывать верные решения.

В заключение приведём пример Джорджа Сороса. Его подход в применении интуиции заключается в следующем<sup>36</sup>. 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. Только после проверки можно начинать широкомасштабные операции в данном направлении.

---

<sup>36</sup> Найман Э.Л. *Малая энциклопедия трейдера*. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997.С. 201

## 2.2. Психология биржевой толпы

«Психология толпы это не то же самое, что психология, умноженная на количество людей, составляющих эту толпу».

*Ларс Твид «Психология финансов».*

### 2.2.1. Феномен толпы

В своём фантастическом романе «Человек толпы» Эдгара По наблюдает за неким безымянным человеком, который весь день бродит с толпой народа. Как только толпа редела, человек начинал беспокойно метаться до тех пор, пока не приставал к другой вновь образовавшейся толпе. Это человек был душой толпы, ее материальным воплощением.

Феномен толпы подметили еще древние. Один из философов того времени писал: *«Попадая в толпу, человек зачастую теряет свои индивидуальные черты. Спокойный, разумный, рассудительный в своей повседневной жизни, в толпе он подобен щепке, увлекаемой бурным потоком, в зависимости от настроения массы может сделаться агрессивным и начать бить и крушить все вокруг. Может, наоборот, славить вождя, вознося ему божеские почести»*. Хотя до этого относился к нему весьма скептически. Потом свои действия он объяснить, как правило, не может.

В свое время изучением психологии толпы одновременно начали заниматься сразу несколько ученых. В конце XIX – начале XX столетия в России появилось первое издание «Психологии толп» Гюстава Ле Бона. Примерно в одно время с ней выходили работы с созвучными названиями, например: "Преступная толпа" С.Сигеле, "Мнение и толпа" Г.Тарда (обе - 1892) и т.д. Русские ученые тоже не остались в стороне от этой проблемы. Ей серьезно занимался врач и психолог В.М. Бехтерев.

Но исследования Ле Бона, всё таки признаны, наиболее важными и интересными.

Этот человек был свидетелем Французской революции, пережил Парижскую коммуну. Будучи аристократом, он всю оставшуюся жизнь страшился "черни" и революций. В своей книге Ле Бон писал, что в толпе люди опускаются до примитивного состояния, которое характеризуется иррациональным поведением, доминированием бессознательных мотивов, подчинением индивида коллективному разуму или «расовому бессознательному». *«В толпе, - говорил Ле Бон, - человек становится варваром, движимым инстинктами, он склонен к насилию/героизму, снижаются его интеллектуальные способности и чувство индивидуальной ответственности за свои поступки, эмоции выходят из-под контроля»*<sup>37</sup>.

Идеи Ле Бона нашли отклик у широко известного австрийского психоаналитика Зигмунда Фрейда. Он даже написал труд под названием «Психология масс и анализ человеческого Я», который во многом перекликается с «Психологией толп» Ле Бона. Кстати, вплоть до 80-х годов XX века ничего нового в области поведения толпы психология практически не дала, современные ученые долгое время пользовались идеями Ле Бона и Фрейда.

Лишь в 1985 году Стивен Райкер и Джонатан Поттер подвергли эти идеи критике и указали на пять выявленных ими ошибок. Например, Ле Бон и Фрейд указывали на обязательное негативное поведение толпы - ее деструктивность. Однако, по мнению Райкера и Поттера, бывают и миролюбиво настроенные толпы, и их позиция нередко приводит к позитивным социальным изменениям. Более того, они установили, что

---

<sup>37</sup> <http://trading.narod.ru/psychology.htm>

разрушительный характер толпы зачастую преувеличивается средствами массовой информации<sup>38</sup>.

Лично я оказывался в бушующей толпе два раза. И в том и в другом случае она, к моему великому везению, была настроена довольно миролюбиво, но, тем не менее, у меня сохранились крайне неприятные воспоминания о нахождении в бурлящем людском море. Случалось это дважды после концерта известных рок-групп, толпа была разогрета как музыкой, так и спиртными напитками. Хуже всего то, что, находясь в толпе, ты ничего не можешь поделать. Меня просто несло, и если бы на пути оказалось какое-нибудь препятствие, то меня непременно раздавило бы об него. Сразу вспоминается трагедия на похоронах Сталина, тогда под ногами толпы погибло несколько десятков человек.

И всё же толпой, вернее, ее эмоциями, можно управлять. Это очень хорошо знали такие одиозные исторические личности, как Ленин, Троцкий, Гитлер, Муссолини. Специалисты говорят, что единственный язык, который понимает толпа, - это язык, минуящий разум и обращенный к сиюминутному чувству. Снова обратимся к Ле Бону: *«Все властелины мира, все основатели религий и государств, апостолы всех верований, выдающиеся государственные люди и, в сфере более скромной, простые вожди маленьких человеческих общин всегда были бессознательными психологами, инстинктивно понимающими душу толпы...»*

Сегодня феномен толпы беспокоит ученых различных школ и направлений. С очевидной ясностью проявляется значимость психологии масс в экономической науке, и рынки ценных бумаг – первое место, где для достижения значительных успехов специалисты просто вынуждены изучать поведение и реакции толпы.

---

<sup>38</sup> <http://www.russ.ru/journal/kniga/98-06-04/deryab.htm>



### 2.2.2. Психология масс и рынки ценных бумаг

«Каждый отдельный человек вполне благоразумен и здрав, но в толпе он сразу становится болваном»

*Фридрих Шиллер*

Люди испокон веков объединялись в группы для самосохранения. Охотясь на саблезубого тигра толпой, её члены получали больший шанс остаться в живых, в то время как при единоборстве с этим зверем жизнь охотника одиночки висела на волоске. По фондовым дебрям рынка ценных бумаг не бродят саблезубые тигры, однако, там присутствует страх финансовой гибели.

Игра на бирже привлекает массу игроков. Мелкие сбережения и шальные состояния, деньги знатоков и простофиль, банковские и частные капиталы – все стекаются на рынок. Любая из цен представляет собой сиюминутное соглашение о ценности рынка, достигнутое покупателями, продавцами и колеблющимися игроками в момент сделки. За каждым изменением цен стоит *толпа* трейдеров<sup>39</sup>.

Говоря о толпах игроков на рынке ценных бумаг, стоит уточнить, что биржевая толпа в точном понимании её смысла имеется только «на полу» биржи, где брокеры исполняют распоряжения своих клиентов. Все остальные участники этого процесса, скорее являются *публикой*.

Данное понятие в 1892 году ввёл в своём труде «Мнение и толпа» Габриэль Тард (Tarde). По его определению публика – это

«... *есть не что иное, как рассеянная толпа, в которой влияние умов друг на друга стало действием на расстоянии*»<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. С.63.

<sup>40</sup> Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997.С.335-337

В настоящее время, с развитием интернет-технологий, когда стало возможным одновременное общение миллионов людей, публика действительно определила толпу, на что и указывал Тард.

Он же выделил и основные различия между толпой и публикой. К ним относятся такие факты, как:

- Публика соединена духовно, но разъединена физически, в толпе же существует полное объединение её участников.
- Члены одной публики, в отличие от членов толпы, могут принадлежать и к другой публике.
- Публика менее догматична.
- Толпу легче обмануть ...

Треjder не властен над изменениями курсов бумаг. Ценность его позиции зависит от покупки или продажи, которой занимаются совершенно разные, незнакомые люди. Такая неопределённость толкает игрока на поиски лидера и заставляет искать соратников и единомышленников.

Примкнув к толпе, люди становятся более примитивными и нацеленными на действия, а не на размышления, ведь толпа способна испытывать только простые, но сильные чувства: ужас, ликование, тревогу, радость. Толпа постоянно бросается в крайности: от страха – к буйному веселью, от паники – к победоносному «ура». Сидя в лаборатории, учёный мыслит хладнокровно и трезво, но стоит ему попасть в водоворот всеобщей биржевой истерии, как он начинает играть безрассудно.

Представляется очевидным, что идти против толпы нельзя, так как именно она формирует основное рыночное движение. Но, с другой стороны, нельзя и следовать мнению толпы, так как оно, скорее всего ошибочное. Наблюдая за действиями толпы необходимо определить, права она, или же ошибается. По данному поводу Найман

сформулировал интересное и важное правило: *«Вы должны присоединиться к победителям и предать побеждённых!»*

Подводя итоги нашего краткого анализа психологии толпы и поведения индивидуального трейдера в ней, можно выделить следующие риски, которым подвергается этот трейдер при работе на массовых спекулятивных рынках<sup>41</sup>:

- Решения, принимаемые толпой, как правило, принимаются на уровне самого неумелого её участника. Таким образом, решения, принятые толпой, неумны (*«Когда это очевидно для публики, то, несомненно, неправильно»* – Жозеф Гренвиль).
- Управляют толпой зачастую слухи, а слухи имеют свойство не оправдываться.
- Удивляет то, что многие трейдеры зарабатывающие сотни тысяч долларов в год, прислушиваются к мнению экспертов, зарабатывающих лишь десятки.
- Человек имеет свойство поддаваться влиянию толпы и принимать коллективные, неиндивидуальные решения.

---

<sup>41</sup> Найман Э.Л. *Малая энциклопедия трейдера*. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997. С.200

### 2.3. Наиболее распространённые психологические ловушки и ошибки трейдера. «Кратчайший путь к разорению»

«У нас нет необходимости говорить о наших успехах. Нам нужно говорить о наших ошибках»

*Майкл Милкен*<sup>42</sup>

Данный параграф работы, по сути, будет являться своеобразным «руководством по работе над собой» для индивидуальных инвесторов – участников фондовых бирж. Поэтому, для начала мы перечислим и раскроем содержание основных психологических ловушек, подстерегающих трейдера в его работе, а затем приведём краткий перечень наиболее распространённых при инвестировании ошибок, способных обеспечить игроку «скорейшее разорение».

Изучив имеющуюся по данному вопросу литературу, автор пришёл к выводу о необходимости проведения классификации встречающихся у трейдеров поведенческих и ментальных ошибок. В связи с некоторой разобщённостью и широтой возможных вариантов психологических ошибок мы разделили их на три группы, с более или менее схожими классификационными признаками.

1. Психологические ловушки, связанные с ошибками в процессе получения, выборки и обработки информации. К ним относятся:

*Когнитивный диссонанс.* Переживаемые нами эмоции могут находиться в гармонии или же дисгармонии, во втором случае мы говорим о когнитивном диссонансе, т.е. о конфликте разума, с которым сталкивается человек, когда получает доказательства своей неправоты или ошибок (например, курильщик, читающий о вреде табака).

---

<sup>42</sup> Стюарт Дж. *Алчность и слава Уолл-стрит.* -М. Альпина. 2000. С.70.

Это не очень приятно, и в результате люди могут избегать информации о возникшей проблеме или же придумывать потусторонние аргументы для подтверждения своих верований и предположений.

Этот процесс, вероятней всего, влияет на то, как инвесторы отбирают информацию. Финансовые тренды могут продолжаться дольше, чем они должны быть, если люди пытаются избегать или же придают слишком мало значения информации, противоречащей текущим рыночным трендам.

*Ошибка ассимиляции.* Человек склонен неверно истолковывать получаемую информацию с тем, чтобы она подтверждала наши домыслы и действия.

*Выборочная обработка информации.* Мы стараемся обрабатывать только ту часть получаемой информации, которая, как нам кажется, подтверждает наше поведение и позицию. Мнения аналитиков могут находиться под влиянием того, о чём они ранее заявляли другим.

*Рамочный эффект.* Человеку предлагается принять сложное медицинское заключение, касающееся многих жизней. Приняв его, он знает, что 200 из 600 больных будут спасены и это довольно хороший результат. Однако если сказать несколько иначе: 400 из 600 умрут в результате принятия человеком данного решения, то это звучит уже не столь хорошо. Большинство людей в данном примере выберут альтернативу, вытекающую из первой трактовки, и будут избегать второй, хотя она очень проста и, по сути, ни чем не отличается.

Этот феномен и называется рамочным эффектом. Рамка, которую выбирает человек, принимающий решение, частично контролируется формулировкой проблемы, а также нормами, привычками и личными качествами человека.

Очевидный рамочный эффект возможен, когда журналисты и аналитики выбирают, что писать об экономике и рынках. Например,

если цены идут вверх, они, вероятнее всего, будут находиться под воздействием этого и рассматривать экономические новости в более позитивном свете.

## 2. Ловушки, вызванные неверной оценкой трейдером вероятностей, способностей и результатов.

*Ложное единодушие.* Люди в основном переоценивают количество согласных с их позициями и убеждениями. То есть, мы чувствуем себя безопаснее в своих решениях, чем следовало бы. Это может привести к тому, что инвестор окажется в сформировавшемся тренде, вместо того, чтобы быть как можно дальше от него.

*Теория перспектив.* Люди склонны урезать прибыль и позволять убыткам расти.

Наверное, один из наиболее часто приводимых опытов из области поведенческой экономики был проведён в 1969 году уже упомянутыми нами в предыдущих разделах работы эвристиками Канеманом и Тверски.

Группе людей предлагают выбрать одно из двух:

- верный заработок в 500\$,
- 50% шансов за то, что они заработают 1000\$, и 50% шансов не выиграть ничего.

Опыты показали, что 84% отвечающих выбрали верный заработок и лишь 16% предпочли рискнуть.

Далее учёные пригласили другую группу и задали следующую задачу – выбрать один из двух новых вариантов:

- верный убыток в 500\$,
- 50% шансов потери 1000\$, и 50% шансов не потерять ничего.

Задача абсолютно схожая с предыдущей, а результат оказался обратным: 31% респондентов предпочли верный убыток, тогда как оставшиеся 69% решили рискнуть и поставить на меньший убыток.

Таким образом можно сделать вывод о том, что инвесторы меньше готовы рисковать потерей прибыли, чем рисковать тем, что позволят убыткам расти. То есть, игроки на бирже больше расположены закрывать прибыльные позиции, нежели убыточные (вследствие чего, на поднимающихся рынках объём торговли больше).

*Чрезмерная самоуверенность.* Большинство людей оценивают себя выше среднего значения почти по всем положительным качествам.

На финансовых рынках понятие излишней самоуверенности может помочь объяснить наличие большого объёма сделок на протяжении роста цен (когда же цены идут вниз, уверенность в себе заметно снижается и объёмы торгов падают).

*Ошибка хиндсайта («Я это знал»).* Это тенденция преувеличивать чью-либо способность предвидеть конечный результат до того как он стал общеизвестен. Особенно предвзятой будет оценка чужих прогнозов и чужая оценка наших. При хиндсайте события кажутся очевидными и предсказуемыми. Избегать его можно путём объяснений причин произошедшего, а не просто констатации фактов.

*Эффект контраста.* Люди склонны преувеличивать разницу между сравниваемыми величинами. Классический пример: три ведра воды. В первое налита холодная вода, во второе тёплая, в третье горячая. Первоначально левую руку опускают в ведро с холодной водой, а правую в ведро с горячей. Через некоторое время обе руки из этих вёдер опускаются в среднее ведро с тёплой водой. В результате человек от левой руки получает информации, что в третьем ведре вода горячая, а от правой, что она холодная.

Вместо вёдер с водой можно взять рыночные цены. Комбинация «сначала высокая, а затем низкая цена» может подвигнуть игрока на покупку, так как новая цена будет казаться ему ниже, чем это есть на

самом деле. Аналогично комбинация «сначала низкая, затем высокая цена» может привести к появлению желания продать.

*Ошибка игрока.* Вера в обязательный выигрыш после серии неудач (обратной к данной ошибке является регресс к среднему – за выдающимся успехом неизбежно следуют средние результаты).

3. Ловушки, в основе которых лежат неуверенность, страх перед своими ошибками и общественным мнением.

*Адаптивные позиции.* Мы развиваем те же самые мнения, что и связанные с нами люди. Трейдеры и аналитики принадлежат к тем или иным социальным группам, с которыми они идентифицируются. Это может приводить к адаптивным позициям.

*Социальное сравнение.* Когда люди сомневаются, они склонны присматриваться к другим, чтобы найти ответы.

В 1968 году два учёных, Латан и Дарли, провели следующий эксперимент<sup>43</sup>. Группу людей сажали в комнату и просили заполнить анкеты, и через какое-то время пускали в комнату дым. Оказалось, что люди довольно быстро реагировали на дым, когда были одни. Однако если они были в группе, то реакции довольно долгое время не следовало. Объяснение этого интересного факта заключается в том, что индивидуумы предпочитают использовать точку зрения других в качестве основы для своей.

Легко представить себе, что происходит, когда все видят, как цены акций продолжают подниматься. Так как цены всё ещё растут, большинству кажется, что нет поводов для беспокойства...

*Обязательства и последовательность.* Когда человек даёт обязательство, он обычно во чтобы то ни стало стремится его выполнить. Иначе этого человека могут назвать необязательным, его действиям перестанут доверять и он окажется за бортом общественной

---

<sup>43</sup> Твид Л. Психология финансов. – М.: ИК Аналитика. 2002. С. 133.



жизни. Некоторые игроки на рынке могут пользоваться подобной слабостью обывателей, заставляя их принимать на себя заранее невыгодные обязательства.

*Феномен «нога в дверях».* Это склонность людей идти на уступки, после того как был сделан первый шаг (см. например, тактику выбрасывания низкого меча §2.1.2.).

Это только некоторые из бесчисленного ряда возможных психологических ловушек подстерегающих трейдеров и инвесторов в их повседневной торговой деятельности. Тем не менее, мы попытались рассмотреть наиболее значимые и, на наш взгляд, основополагающие примеры подобных ошибок, из сплетений и сочетания которых могут родиться все остальные.

В завершении данной главы хотелось бы привести выдержку из книги Ларса Твида «Психология финансов», которую он озаглавил «Путь к разорению»<sup>44</sup> (если следовать предложенному плану с точностью до наоборот, то он может превратиться для трейдера и в путь к обогащению). Итак, все, что нужно игроку для скорейшего и полного проигрыша это:

- 1. Специализироваться на маленьком количестве рынков и все время торговать только на них.*
- 2. Получать информацию об этих рынках из случайных подсказок, слухов и хороших советов от знакомых и таксистов.*
- 3. В большей степени доверять информации, которую хочется слышать.*
- 4. Подгонять информацию, чтобы она подтверждала то, что вы совершили.*
- 5. Покупать, когда сосед и все остальные покупают, а продавать, когда рынок обвалился.*

---

<sup>44</sup> Твид Л. Психология финансов. –М.: ИК Аналитика. 2002. С. 314-316.

6. *Никому не нравится оказаться вне рынка, в особенности продавать в шорт. Поэтому большую часть своего времени вы думаете, что рынок будет подниматься.*

7. *Убеждаться, что получаете огромное количество обрывочной информации и никогда — важную в перспективе.*

8. *Усовершенствовать практику рассмотрения цен вразбивку (на экранах компьютеров, в списках акций) вместо изучения в перспективе.*

9. *Не формировать политику потенциальных убытков и использовать те огромные шансы, которые появляются на рынке.*

10. *Закрывать долгосрочные инвестиции через неделю, потому что они уже дали прибыль.*

11. *...и сохранять краткосрочные инвестиции, если они приносят потери...*

12. *...переименовывая их в "долгосрочные инвестиции".*

13. *Или вместо этого использовать построение перевернутой пирамиды, когда все идет хорошо. Пополняя запасы акций, чтобы "улучшить средние результаты" в нисходящем тренде.*

14. *Использовать одинаковую тактику независимо от того, где находится рынок, — в тренде, зоне консолидации или осуществляет разворот тренда.*

15. *Передвигать стоп-лосс ордера, когда рынок идет против вас, потому что вы живете надеждой о близком развороте.*

16. *Полагаться больше на мнения других, чем на сами факты.*

17. *Использовать рыночные цены как свой основной критерий для определения основополагающей стоимости.*

18. *Прятать убытки с помощью хеджирования, вместо того чтобы принимать их.*

19. *Оценивать каждое инвестирование по отдельности.*

20. *Забывать, что этот рынок — самый жестокий в мире.*

## 2.4. Особенности поведения отечественных инвесторов на рынке ценных бумаг

«У российских трейдеров, по сравнению с западными, есть как ценные преимущества, так и серьёзные недостатки. Тяжёлая жизнь приучила людей глубоко вдумываться в стратегию и тактику игры и оригинально мыслить. У многих трейдеров математическое образование, что позволяет им разрабатывать передовые системы. Что мешает российским трейдерам, так это их залихватство, шапкозакидательство, а также нехватка капитала и незнание правил контроля над риском»<sup>45</sup>.

*Александр Элдер.*

Говоря о психологии инвесторов в целом, нельзя забывать и о том, что от города к городу, от страны к стране, от континента к континенту люди, коими эти инвесторы являются, при всём единстве их человеческой природы, всё же имеют различные психологические черты, особенности характера, привычки и предпочтения. Каждую нацию, каждую этническую группу от прочих представителей человечества отличают её характер и некая самобытность. Именно поэтому, в рамках данной работы, представляется возможным рассмотрение специфических особенностей психологии российских инвесторов.

«Русская душа», «русский характер» – эти словосочетания ассоциируется в нашем сознании с чем-то загадочным, неуловимым, таинственным и грандиозным. Русский менталитет – одна из интереснейших тем последних исследований.

В данном параграфе мы попытаемся выявить ту специфику и то влияние, которое оказывают ментальные психологические особенности российского инвестора на качество его игры и на его рациональность.

### ***2.4.1. Характерные особенности менталитета российских инвесторов***

В своей статье «Традиционные ценности населения и фондовый рынок» Я.М. Миркин делает очень важные с позиции данной работы выводы о том, что без анализа модели экономического поведения российского населения невозможен прогноз будущего фондового рынка в России<sup>46</sup>.

В свою очередь, взаимосвязь экономического поведения населения и фондового рынка представлена им в виде следующей схемы:

- Выше степень принимаемого риска, активности, инноваций – выше доля населения в структуре собственности
- Выше стремление к индивидуальной экономической свободе, ниже уровень социальной опеки – более диверсифицированной и быстро меняющейся является структура срочных и финансовых продуктов
- Выше склонность к материальным благам, выше склонность к сбережениям – более крупные объёмы имеет рынок ценных бумаг
- Ниже подконтрольность со стороны государства или работодателей – более крупную долю в структуре рынка занимают акции, более диверсифицированной является структура фондового рынка.

Таким образом, становится ясно, как в зависимости от каких-либо национальных особенностей населения рынок ценных бумаг данной страны может принимать те или иные определённые черты.

Русским инвесторам, так же как и представителям других государств и национальностей присущи специфические черты и манеры

---

<sup>45</sup> Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. С. 13

<sup>46</sup> Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок// Рынок ценных бумаг. –М., 2000. №7. С 33-36.

поведения, способные в какой-то мере определять ценовые движения отечественного рынка ценных бумаг.

При их рассмотрении начать стоит с понятия менталитета как такового, и отличительных черт российского менталитета в частности.

*«Менталитет - внутренний, интеллектуальный мир индивида, его духовность; характерный для личности или общественной группы способ мышления; склад ума; мировосприятие»<sup>47</sup>.*

*«Менталитет (франц. Mentalite, от позднелат. mentalis — умственный) – образ мышления, мировосприятия, духовной настроенности, присущие индивиду или группе. Понятие М. утвердилось в интеллектуальной жизни Запада как поправка ХХ в. к просветительскому отождествлению сознания с разумом. В российской философии, культурологии и публицистике обычно употребляется для характеристики национальных особенностей народов, особенностей культуры»<sup>48</sup>.*

Как видно из обоих приведённых выше определений, под менталитетом сегодня понимают некую характерную для человека общность в мышлении с другими представителями его группы. Таким образом, под русским менталитетом может пониматься своего рода «перечень» норм и правил поведения, выработанных на протяжении веков у славянских народов под воздействием различных внешних факторов, таких как религия, войны, климатические условия и т.д. Так каковы же эти нормы и правила, и, самое главное, какие особенности в поведении российских инвесторов могут быть обусловлены ими?

---

<sup>47</sup> <http://azps.ru/handbook/m/ment706.html>

<sup>48</sup> <http://www.countries.ru/library/terms/mental.htm>

В качестве главных отличительных черт российского менталитета в отечественной науке выделяют следующие<sup>49</sup>:

1. Длительное существование внешнего контроля за поведением людей сформировало такую характерную черту, как стремление *переложить ответственность* за свою судьбу, за свою жизнь на общество, компанию или на государство.

Соответственно, подобная черта характера способна породить в трейдере нерешительность в действиях (страх) и склонность пускать всё на самотёк, что на рынке ценных бумаг представляется просто недопустимым.

2. Желание осуществить невозможное, постоянный поиск лучшей жизни в сочетании с неукротимой верой в способность ее достижения породило такую черту, как *утопичность*. Она в свою очередь у трейдера является ни чем иным, как обострённой формы проявления надежды, негативная сила влияния которой была рассмотрена нами в предыдущих разделах работы.

3. Свобода как ключевое понятие европейской ментальности у россиян так и не смогла оформиться. *Место свободы заняла воля*, которая проявляется в абсолютизации независимости. На наш взгляд независимость в суждениях трейдера в большинстве случаев можно отнести к положительным чертам его характера.

«... для успеха на бирже нужны спокойствие и чувство независимости» - Э. Лефевр<sup>50</sup>.

4. Поскольку личность индивидуума всегда «растворялась» в общине, корпорации, государстве, *потребность в самоуважении* удовлетворялась за счет причисления себя к какой-либо общности,

---

<sup>49</sup> <http://vatandash.bashedu.ru/konkurs/bagautdinov/bgu/pozdaeva.htm>

<sup>50</sup> Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. – М.: Олимп-Бизнес. 2001. С 315.

которое происходило при помощи противопоставления ее другой общности по принципу «мы – они».

Этот фактор может стать причиной таких проявлений иррациональности в действиях игрока, как, например, приверженность мнению и стратегии некоего большинства или группы. То есть, трейдер, стремясь казаться «как все», становится частью рыночной толпы, которая, как уже много говорилось, в основной своей массе необъективна и не рациональна.

5. Фетишизация власти, базировалась на идее отношений человека и власти как отношений детей и родителей, что ставило государство, царя, вождя выше закона. Примат государства над законом породил, с одной стороны, *правовой нигилизм и произвол*, а с другой - *азиатскую покорность* (сервилизм).

6. Тенденция ориентации на авторитет, наделяемый чертами харизматического лидера, связана с надеждой и верой в чудо, которое сопровождается постоянной *готовностью подчиняться авторитету*.

Подобная склонность характера заставляет трейдера прислушиваться к мнению окружающих (которое зачастую является в корне неверным), а в особенности к мнениям так называемых «биржевых гуру». Это понятие ввёл в своей статье в 1990 известный биржевой игрок Александр Элдер<sup>51</sup>, утверждающий, что одним из сильнейших психозов рыночной толпы на сегодня является психоз «гуру». С этим согласны и иные представители биржевой элиты:

*«Я заплатил миллионы за знакомство с ещё одним врагом каждого спекулянта – обаянием сильной личности...»* - Э.Лефевр<sup>52</sup>.

7. Длительное господство неэкономических форм принуждения сказалось на формировании следующего идеала труда: работа

---

<sup>51</sup> Элдер А. *Как играть и выигрывать на бирже*. –М. Диаграмма. 2001. С. 32-38.

<sup>52</sup> Лефевр Э. *Воспоминания биржевого спекулянта*. –М.: Олимп-Бизнес.2001. С. 280.

рассматривалась как повинность. Это вырабатывало психологическую привычку жить в бедности, культивировала идеал нищенства. Отсюда родилась и другая черта - *неприятие к богатству*.

Сегодня, однако, не только российская экономика, но и россияне перестраивают своё сознание в соответствии с рыночными принципами и стремление зарабатывать превратилось в основной мотивирующий фактор. Тем не менее, данная особенность нашего мышления (неприятие богатства) всё же приводит к возникновению таких проблем как неумение и неспособность к долгосрочным целевым сбережениям. Это является одной из причин частичной недостаточности капитала у российских инвесторов (заработанные средства не пускаются в торговый оборот, а зачастую «широко» тратятся).

Как видно из вышеприведённого списка характерных ментальных черт российского инвестора, все они за редким исключением сказываются на его биржевой игре скорее отрицательно, нежели положительно, и только усиливают иррациональность в его поведении.

Необходимо также сказать о том, что упомянутые особенности в поведении отечественного трейдера-инвестора могут быть, как привиты в процессе его воспитания, так и заложены изначально на генетическом уровне (культивироваться в некий психотип на протяжении столетий).

По мнению Ксении Касьяновой, автора книги «О русском национальном характере»<sup>53</sup>, из всех типов психопатических личностей в нашей стране наблюдается преобладание так называемых «эпилептоидов». Будучи многочисленными, они главным образом определяют психиатрическое лицо России и оказывают самое существенное влияние на политические и социальные процессы в ней протекающие.

---

<sup>53</sup> Касьянова К. *О русском национальном характере*. –М.: Институт национальной модели экономики, 1994. Гл.9.



Данному типу людей даётся такое определение: *«Эпилептоидная личность - человек раздражительный, эгоистичный, апатичный, упрямый и отличающийся «необузданным нравом».*

Безусловно, подобная характеристика крайняя, обычно эпилептоиды ведут себя спокойнее, но в экстремальных ситуациях, которыми изобилует игра на рынке ценных бумаг, вышеназванные черты характера могут стать доминирующими, что опять же способно не в лучшую сторону кардинально повлиять на трейдера в процессе принятия инвестиционных решений.

Таким образом, основываясь на вышеизложенных точках зрения, мы можем сформировать некий психологический портрет российского трейдера-инвестора, выделив при этом его характерные отличительные черты.

Во-первых, русский человек склонен к проявлениям нерешительности, стремлению переложить ответственность на других, а также чрезмерно подвержен внушениям и управляемости со стороны сильных лидеров. (Замечено, что за всю продолжительную историю нашего государства экономическое процветание и благополучие в нём наблюдались только в годы властвования жестких и волевых правителей – харизматических лидеров таких как Пётр I, Екатерина II, Сталин...).

Во-вторых, нас можно отнести скорее к мечтательному (созерцательному), типу людей, нежели «людей дела». Вспомнив, например, народные сказки мы легко сможем увидеть утопическую русскую любовь к бесплатному, сиюминутному счастью, которое нам хотят предложить золотая рыбка, конёк горбунок, волшебная щука и прочие исполнители желаний.

И в-третьих, русский человек – это бунтующий человек крайних настроений, с очень эмоциональным характером.

Но, несмотря на заложенную в нас воспитанием и казалось бы самой природой своеобразную противность рыночным канонам, всё большее число русских трейдеров сегодня выходит играть на биржу и там добивается успеха. Трудности для того и существуют, чтобы их преодолевать, а недостатки – что бы их исправлять и превращать в достоинства.

#### ***2.4.2. Авторские наблюдения***

За время написания данной работы автор, всецело погружённый мыслями в тему поведенческой психологии, неустанно следил за его собственными реакциями на происходящие с ним разнообразные внешние процессы. Надо сказать, что эти наблюдения касались абсолютно всех аспектов его повседневной жизни, начиная от вождения автомобиля и заканчивая отношениями на работе и с близкими людьми.

В связи с тем, что тема работы не просто человеческое поведение, а поведение инвесторов на рынке ценных бумаг, хотелось бы здесь привести два примера, так или иначе связанных с игрой на деньги. Второй пример – это непосредственное описание полугодовой игры автора на виртуальной on-line бирже, а первый – это случай связанный с несколько другой игрой. Точнее игрой в лото. Данный пример, мы приведём в силу его несомненной показательности с точки зрения продуманной и неэмоциональной, рациональной игры.

На одном из дружеских мероприятий в тёплом кругу товарищей было принято решение сыграть в не очень популярную сегодня среди молодёжи игру – лото. Правила известны всем: покупаются карточки, выкрикиваются цифры и из них складываются определённые комбинации. Наиболее авторитетные в данном вопросе люди щедро делились с новичками секретами успеха в этой игре, в которую я играл впервые в своей сознательной жизни.

Тем не менее, именно мне, а не признанным «гуру» в тот день удалось «сорвать банк», который был относительно велик – 80 рублей, если считать исходя из номинальной стоимости одной карточки равной 1 рублю (после ухода я продал каждую из своих карт уже по 5 рублей).

Секрет моего успеха был прост.

Несмотря на многочисленные уверения со стороны оппонентов в том, что от числа игровых карт вероятность выигрыша не зависит, мною было скуплено максимально возможное их количество (данное решение основывалось не на чужих советах, а на элементарных знаниях теории вероятностей) – это был первый камень заложенный в фундамент беспроигрышной игры.

Вторым основополагающим моментом стал план по контролю за рисками – сумма проигрыша не должна была превышать первоначальный взнос в размере 10 рублей и накопленные последующие выигрыши.

И третий завершающий и, на наш взгляд, основной секрет заключался в полном контроле обуревающих эмоций. При проигрышах – неотступное следование «риск-плану», а при выигрышах – своевременный уход (даже шуточные обвинения в трусости не заставили меня отступить от плана и продолжить игру).

Выиграв 80 рублей без учёта первоначального взноса и продав при выходе все имевшиеся карты ещё за 50 рублей (благо желающих их приобрести с момента практически свободной их раздачи в начале игры появилось достаточно), автор заработал за полтора часа 130 рублей чистыми, что дало норму прибыли на первоначально вложенный капитал в размере 1300% – поистине впечатляющий результат.

Таким образом, секрет успеха сводился к чёткому пониманию процесса, жёсткому плану игры и абсолютному контролю над эмоциями.

Однако, как показал последующий опыт (наш второй пример), это был лишь кратковременный успех и в более долгосрочной перспективе мне не удалось показать никаких прибылей, более того, место прибыли заняли абсолютные убытки.

В момент начала работы над темой поведения инвесторов на рынке ценных бумаг автор в целях исключительно научного эксперимента попробовал себя в роли биржевого игрока, но не на реальном, а на виртуальном рынке ценных бумаг.

Для этого на одном из биржевых серверов (RBC) в системе интернет был сформирован портфель из бумаг с первоначальной стоимостью 100 тыс. долларов США (сумма одинаковая для всех игроков на этом сервере). Игровая система продвижения котировок отображает действительные цены по приведённым бумагам, на основе данных РТС в режиме реального времени – этим обеспечивается максимальная приближенность игры к реальным условиям биржевой торговли.

Без предварительных оценок и объективных расчётов, на крупную сумму мною были куплены бумаги, которые как казалось, находились в начале повышательного тренда. Предполагаемая тенденция виделась долгосрочной, и по этой причине портфель был оставлен без внимания на некоторое длительное время. Через некоторое время снова вернувшись к оставленным для неспешного роста бумагам выяснилось, что их текущая стоимость резко снизилась и часть денег была потеряна. Такая ситуация повторилось ещё несколько раз и в итоге полуторамесячной игры было потеряно примерно 6000 виртуальных долларов.

Данное обстоятельство заставило меня собраться с мыслями и попытаться приложить более серьёзные усилия.

В течении некоторого времени игра велась исключительно обоснованно, сделки совершались в моменты абсолютной уверенности их выигрышности, и котировочная доска не покидалась дольше чем на день или два. В результате подобной игры предыдущий проигрыш был полностью покрыт, и даже получена незначительная прибыль (700\$) сверх первоначальных ста тысяч. Это дало некоторую уверенность и позволило расслабиться на некоторое время.

Однако за последний месяц акции нефтяных компаний (см. §2.4.3.), а в особенности компании Сургутнефтегаз начали беспрецедентно резко расти в цене. Они росли так быстро и уверенно, что в момент практически достижения ими уровня прежнего пика я решил вступить в игру и приобрел пакет на всю сумму. На следующий день они начали падать в цене и по мере их дальнейшего падения поселившаяся во мне надежда переросла в отчаяние. Я так и не продал их. На момент написания данного параграфа проигрыш уже составил более 10000\$.

При проведении анализа вышеприведенного примера очевидны те факторы, которые стали причиной подобного фиаско: жадность, страх, надежда и отчаяние – злейшие враги любого игрока.

### ***2.4.3. Влияние поведенческих факторов на динамику отечественного рынка***

Относительно бесспорной важности психологии на бирже однозначно высказываются не только зарубежные, но и многие российские специалисты по фондовому рынку.

Так, например, известный аналитик рынка ценных бумаг, журналист издательского дома «Коммерсантъ» Вадим Арсеньев в своей книге «Руководство по российскому рынку капитала» говорит:

*«...навверное, главная наука для рынка – это психология»<sup>54</sup>.*

Действительно рынок ценных бумаг имеет одинаковую суть в независимости от страны его расположения, а люди – это всегда люди, в независимости от того, на каком рынке они играют. Из сказанного выше следует то, что отечественный фондовый рынок, подобно ведущим американским, европейским и азиатским рынкам, иррационален по своей природе, а относительная его молодость, постсоветский менталитет участников и ряд иных факторов только усиливают эту иррациональность.

Конечно, наш рынок развивается и «взрослеет», а вместе с ним взрослеют и его участники. В манере их игры появляется больше рассудительности, анализа и спокойствия, чем это было на заре возникновения рыночных отношений в конце прошлого века. В то время отечественные трейдеры и инвесторы были гораздо более доверчивыми, эмоциональными, а значит – иррациональными.

Подверженность внушениям и психозы толпы были одной из отличительных черт человеческого поведения на бирже тех лет.

*«Пойми, инвесторы – это параноики. Ты никогда не сможешь понять, что происходит в их мозгу... Есть одна вещь, которая облегчит тебе жизнь: они всегда ходят стадами. Они приходят стадами и уходят стадами. Знай это»<sup>55</sup>.*

В середине 90-х годов, например, поистине гипнотическое влияние на рыночных обывателей оказывали действия крупнейших инвестиционных компаний, таких как «Тройка диалог» или «Ренессанс капитал». Стоило им начать покупать определённые ценные бумаги, как весь рынок, находясь под сильнейшим давлением авторитета этих игроков, тут же начинал их скупку. Лидеры выходили из игры, а

---

<sup>54</sup> Арсеньев В. Руководство по российскому рынку капитала. –М. Альпина. 2001. С. 22.

<sup>55</sup> Арсеньев В. Руководство по российскому рынку капитала. –М. Альпина. 2001. С. 28.

разгорячённая рыночная толпа продолжала поднимать цены всё выше, до тех пор, пока всё те же «Тройка диалог» и «Ренессанс капитал» не начинали активную продажу зарабатывая себе на разнице курсов сверх прибыли.

Ещё одной отличительной чертой эпохи становления российского рынка ценных бумаг, а так же рынка межбанковских кредитов, валютного рынка, да и всего отечественного бизнеса тех лет в целом, была система отношений, построенная на принципах дружеского доверия, родства или знакомств и личностных предпочтений. Именно эта система и стала причиной банковского кризиса 1995 года. Надо сказать, что и по сей день дружба, связи и личные знакомства являются важнейшим элементом функционирования рынка в целом, что не может не сказаться на его эффективности и рациональности его участников.

К усилению иррационального в поведении инвесторов на бирже так же приводит и то, что, как сказала на очередном заседании учёного совета Финансовой Академии при Правительстве РФ профессор Е.В. Семенкова, отечественный рынок ценных бумаг глух на одно ухо, он не «слышит» экономической информации. Действительно, и десять лет назад и сегодня российские обыватели склонны придавать слишком большой вес политической информации, и недооценивать адекватную информацию экономического характера. При чём, отрицательные политические события по сравнению с хорошими вестями с этого фронта так же имеют заметно большее значение для публики, и незамедлительно отражаются в динамике фондовых индексов (см., например, приложения 3,4).

За последние 10 – 15 лет многое изменилось. Изменился и российский рынок ценных бумаг и люди, участвующие на нём в торгах. Однако наш рынок так же как и его участники до сих пор остаётся, и,

по-видимому, будет ещё долго оставаться с точки зрения современных теорий рынка капитала, крайне иррациональным и неэффективным.

Так, если посмотреть на официальную динамику котировок отечественного фондового рынка за последнее время, то можно выявить некоторые ценовые колебания, вызванные скорее неадекватной реакцией и предвзятым отношением игроков, то есть нерациональным их поведением.

Рассмотрим, например, недавнюю динамику сводного индекса РТС – «голубые фишки» (RUIX). В его состав входят, в том числе и индексы акций ведущих российских компаний в области нефтегазодобычи и нефтепереработки. Как видно из графика (см. приложение 5), только за первую половину апреля 2003 года величина этого индекса подскочила с 241 до, более чем 300 пунктов, достигнув максимального уровня за прошедший год.

Чем может быть вызвана подобная выдающаяся скорость роста? На наш взгляд ответ кроется в том, что, начиная с середины мая этого года, на мировой арене начали разворачиваться всем известные события связанные с Ираком, и, как следствие, с иракской нефтью. Возникнувшая в результате ситуация привела к появлению неясности и неопределённости в мировой нефтегазовой отрасли. А неопределённость, как было сказано ранее, заставляет людей принимать неверные, поспешные, и иррациональные решения. Именно вследствие неопределённости российские инвесторы и российский рынок в целом сформировали предвзятое ожидание относительно будущего роста цен, и отреагировали значительно более бурно на прошедшие события, чем они того заслуживали.

В результате чего, необоснованно возрос ажиотаж вокруг акций нефтяных компаний, а затем в игру вступила жадность, охватившая весь рынок (и автора, в частности), решивший заработать на столь



стремительном подъёме. В итоге, рынок был значительно переоценён и уже к концу апреля котировки стремительно пошли на убыль подгоняемые страхом ощутимых потерь.

Таким образом, становится ясно, что сегодняшний российский рынок ценных бумаг, также как и фондовые рынки прочих стран, является иррациональным по своей сути в силу иррациональности его участников, что в свою очередь не укладывается в существующую концепцию эффективно функционирующего рынка.

## Заключение

Проделанная работа, имела своей целью, как уже отмечалось во введении, всестороннее изучение, структурирование, обобщение, развитие и расширение научных знаний, накопленных в области поведения инвесторов на фондовом рынке.

В рамках первой главы нами были рассмотрены основные на сегодня теории рынков ценных бумаг, как теоретическая основа проведения дальнейших исследований. Мы попытались дать им описание в концентрированном виде и выявить те недостатки, недоработки и некую необъективность, которые они несут в отрыве от знаний накопленных в области поведенческой психологии.

Большинство современных теорий рынка капитала основаны на так называемой концепции homo economicus (рациональности экономических агентов), что накладывает определённые явные и скрытые ограничения на практическую сторону их реализации.

С ходом времени всё большее число так называемых рыночных аномалий (то есть повторяющихся событий, которые могут быть использованы в целях получения «ненормальных», с точки зрения концепции рационального инвестора доходов) выявлялось и документировалось различными исследователями рынка ценных бумаг и просто заинтересованными его участниками, ставя под сомнение непоколебимость постулатов рациональности. Так, было замечено, что в среднем в первой половине января акции демонстрируют большую активность и рост, чем в остальное время, или же, например, в основной своей массе, акции, которым аналитики активно пророчат рост, склонны в последующем иметь понижательные тренды. Данные, а также бесчисленное множество других примеров рыночных аномалий никак не

укладываются в традиционные каноны современных теорий рынков ценных бумаг.

Именно в целях объяснения подобных иррациональных отклонений, а также в целях адекватизации теорий рынка капиталов современным требованиям и условиям, и была выдвинута во второй половине XX столетия так называемая «теория поведенческих финансов».

Отцами основателями современной теории поведенческих финансов принято считать двух исследователей эвристиков – нобелевского лауреата Дэниела Канемана и его коллегу Амоса Тверски.

Общепринятая «рациональная» модель фондовых рынков описывает не то, как инвесторы принимают решения на самом деле, а то, как они должны это делать. То есть гипотеза эффективно функционирующего рынка абстрагируется от личностных особенностей участников этого рынка и психологии поведения толпы. В отличие от данной точки зрения в когнитивной (поведенческой) психологии преобладает иной взгляд на поведение инвесторов. Считается, что на процесс принятия человеком решений непосредственное влияние оказывают подсознательные факторы. Среди них числятся такие, как ментальные модели (эвристики), эмоции, сила влияния толпы и т.д.

Теория поведенческих финансов доказала и постулировала, что в процессе формирования своих будущих ожиданий (то есть видения рынка) инвесторы прибегают зачастую не к точным математическим расчётам и независимому анализу имеющейся информации, а используют так называемое правило большого пальца или эвристики, то есть упрощённые стратегии решения сложных проблем при ограниченной информации. Простым примером эвристики может служить то, как игроки в бильярд определяют силу и угол удара по шару. При этом они не решают тригонометрических и логарифмических

уравнений, а используют выше упомянутое правило большого пальца и ментальные стереотипы (шаблоны), что позволяет им играть и выигрывать, даже не зная азов математики. Подобное поведение на рынке ценных бумаг в некоторых ситуациях может быть оправданным и даже необходимым, однако, в большинстве случаев оно приводит к возникновению предвзятых будущих ожиданий и иррациональности последующих действий игрока.

Так же отрицательно на финансовых результатах деятельности инвесторов сказываются их собственные эмоции. Они по праву считаются сильнейшими врагами любого биржевого игрока. Под действием жадности, страха, надежды, вины и прочего набора всевозможных эмоций трейдер способен на абсолютно нелогичные с точки зрения концепции рационального инвестирования действия. Так, например, замечено, что люди в основном склонны урезать растущие, то есть прибыльные позиции, причиной чему являются их собственные страхи, или же наоборот удерживать убыточные позиции, обманывая себя никчёмной надеждой. Подобных примеров очень много.

Зачастую также виной необдуманных действий и поступков трейдера является его причастность к биржевой толпе. Наиболее уместным здесь будет привести слова Фридриха Шиллера о том, что: «Каждый отдельный человек вполне благоразумен и здрав, но в толпе он сразу становится болваном».

Перечислять все существующие психологические факторы, так или иначе влияющие на рациональность поведения инвестора на рынке ценных бумаг можно довольно долго. Однако, и без того уже абсолютно ясна и очевидна та сила воздействия, которую оказывают на участников бирж их внутренние факторы.

В России, так же как и в остальном мире, инвесторы эти всего лишь люди со всеми вытекающими последствиями. Тем не менее, всё

же, отечественный менталитет и особенности развития и функционирования российского фондового рынка оставили свой отпечаток на манерах поведения наших инвесторов. У российских трейдеров, по сравнению с западными, есть как ценные преимущества, так и серьёзные недостатки. Тяжёлая жизнь приучила людей глубоко вдумываться в стратегию и тактику игры и оригинально мыслить. У многих трейдеров математическое образование, что позволяет им разрабатывать передовые системы. Что мешает российским трейдерам, так это их залихватство, шапкозакидательство, а также нехватка капитала и незнание правил контроля над риском.

Таким образом, подводя итог проведённого исследования, стоит сказать о том, что сегодня уже просто невозможно отрицать существование явной взаимосвязи между ценовыми движениями рынков и психологией их участников. Только принимая во внимание и всесторонне изучая особенности поведения людей, как основных агентов на бирже, можно строить сколько-нибудь целостные и реально функционирующие модели инвестирования на рынке ценных бумаг.

Люди останутся людьми и через тысячи лет, поэтому изучение человеческой природы и человеческого поведения сейчас, имеет важнейшее значение и является, по сути, формированием своеобразного фундамента для дальнейшего возведения здания поведенческой науки. Автор надеется, что его исследование станет одним из прочных камней в этом фундаменте.

## Список литературы

### Книги и монографии

1. Арсеньев В. Руководство по российскому рынку капитала. –М. Альпина. 2001. –280с.
2. Касьянова К. О русском национальном характере. –М.: Институт национальной модели экономики. 1994. – 267с.
3. Лебон Г, Психология толп. –М.: Институт психологии РАН, издательство "КСП+". 1998. –416 с.; серия "Библиотека социальной психологии".
4. Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. –М.: Олимп-Бизнес.2001. –544с.
5. Маккей Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы. – М. 1998. Альпина – 333с.
6. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. –М.: Альпина паблишер. 2002. – 624с.
7. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. –К.:Альфа Капитал: Логос, 1997. –221с.
8. Найман Э.Л. Трейдер-инвестор. –К.:Вира-Р, 2000. – 640с.
9. Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка. –М. Мир. 2000. – 333с.
10. Русинов В.Н. Финансовый рынок. Инструменты и методы прогнозирования. –М.: Эдиториал УРСС. 2000. –216с.
11. Стюарт Дж. Алчность и слава Уолл-стрит. -М. Альпина. 2000. -629с.
12. Твид Л. Психология финансов. –М.: ИК Аналитика. 2002. 376с.
13. Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции. –М.: Инфра-М. 1999. – 1028с.
14. Шевченко И.Г. Стратегический анализ рынка акционерного капитала в России. –М.: Эдиториал УРСС. 2001. –176с.
15. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. –352с.

### Статьи в периодических изданиях

1. Архипкина О. Реконструкция субъективного семантического пространства, означающего эмоциональные состояния.// Вестн. Моск. ун-та. Сер.14. Психология., -М. №2
2. Брюзгин А.Нерешительность и паралич трейдера//Валютный спекулянт. – М. 2002. №9(35)
3. Брюзгин А. Возьми свои эмоции под контроль//Валютный спекулянт. –М. 2002. №7(33)
4. Вайн С. Личностные факторы в оценке риска: теория и практика//Рынок ценных бумаг. –М. 2001. №5.
5. Косов А. Русские и американцы: парадоксы характеров//Валютный спекулянт. –М. 2003. №5(43)

6. Кузьмин Ю. Должен ли автомобиль быть похож на карету//Рынок ценных бумаг. –М. 1998. №16.
7. Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок// Рынок ценных бумаг. –М. 2000. №7.
8. Моисеев С. Нобелевская психоэкономика//Валютный спекулянт. –М. 2003. №1(39).
9. Ретунских Д. Искусство борьбы с самим собой//Валютный спекулянт. –М. 2002. №12(38)
10. Филатов А. Рядовой инвестор и его инвестиционные цели//Рынок ценных бумаг. –М. 2000. №5.
11. Швагер Дж. Правила торговли от Джека Швагера//Валютный спекулянт. – М. 2002. №2(28),3(29),4(30).
12. Шапошников Ю. Неопределённость не способствует росту//Рынок ценных бумаг. –М. 2000. №24.

#### Интернет ресурсы

1. <http://azps.ru/handbook/html>
2. <http://data.rbc.ru/public/153/showb.cgi%3F150502153.html&text>
3. <http://class.finam.ru>
4. <http://forex.km.ru/view/a996DA275B2BD4859B105C3CBE7A7766B.htm>
5. <http://www.russ.ru/journal/kniga/98-06-04/deryab.htm>
6. <http://trading.narod.ru/psihology.htm>
7. <http://vatandash.bashedu.ru/konkurs/bagautdinov/bgu/pozdaeva.htm>
8. [http://www.art-capital.com.ua/?el\\_id=118](http://www.art-capital.com.ua/?el_id=118)
9. <http://www.countries.ru/library/terms/mental.htm>
10. [http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl\\_art2.cgi?qqxcpnb#gltop](http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl_art2.cgi?qqxcpnb#gltop)
11. [http://www.princeton.edu/pr/home/02/1009\\_kahneman/hmcap.html](http://www.princeton.edu/pr/home/02/1009_kahneman/hmcap.html)

#### Литература на английском языке

1. Eugene F. Fama «Random Walk in stock market prices», Financial Analysts Journal, September/October 1965.
2. Fontaine J. R.J.; Y. H. Poortinga; B. Setiadi; S. S. Markam . Cognitive structure of emotion terms in Indonesia and The Netherlands. Cognition and Emotion. 2001.
3. Malkiel Burton. A Random Walk down Wall Street. W.W. Norton & Company, 7th edition, 2000.
4. Russell J. Fuller. Behavioral Finance and the sources of Alpha. 2000.

## Приложения

### Приложение 1

*Эмоции, возникающие на основе личных потребностей<sup>56</sup>.*



Верхняя грань – положительные эмоции.  
 Нижняя грань – отрицательные эмоции.  
 Левая грань – предвосхищающие эмоции.  
 Правая грань – констатирующие эмоции.  
 Передняя грань – эмоции направленные на себя.  
 Задняя грань – эмоции направленные на объект.

### Приложение 2.

*Компьютер в биржевой игре<sup>57</sup>.*

Треjder без компьютера - это «велотурист». Его ноги крепнут от того, что он крутит педали. Он успевает многое заметить, но скорость его мала. Для деловой поездки, когда нужно побыстрее добраться до места, лучше взять машину.

С помощью компьютера можно построить большее число графиков для различных рынков и глубже их проанализировать. Компьютер займется

<sup>56</sup> Леонтьев В.О. «Классификация эмоций» !!!

<sup>57</sup> Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М. Диаграмма. 2001. –352с.С.135-141.



- вместо игрока - обработкой данных, оставляя ему больше времени на размышления и принятие решений. Компьютер позволит опереться на большее число индикаторов и рассмотреть большее количество рыночных ситуаций. Биржевая игра строится на информации. Компьютер поможет обработать больший ее объем.

Компьютерный анализ более объективен, чем традиционный анализ графиков. Если о присутствии на графике модели «голова и плечи» можно спорить, то о направлении индикатора спорить не приходится. Если он идет вверх, то однозначно вверх; а если вниз, то однозначно вниз.

Перейти от вычерчивания графиков вручную к компьютерному анализу - это как сменить счеты на калькулятор. Поначалу, пока новичок овладевает им, он действует медленно, зато потом развивает скорость, которая сторицей окупит усилия.

К компьютерному анализу трейдер приходит за три шага. Во-первых, нужно выбрать программу, затем - компьютер и, наконец, данные для анализа. Разные программы работают на разных компьютерах, поэтому разумнее сначала выбрать программное обеспечение. У каждой программы есть своя специфика и отличные от других характеристики.

Программы для технического анализа можно разделить на три группы: это «ящик с инструментами» (toolbox), «черный ящик» (black box) и «серый ящик» (gray box). Ящик с инструментами предназначен для трейдеров серьезного толка, черный ящик - тем, кто верит в чудеса и сказки, а серый ящик - промежуточному контингенту. Большинство программ рассчитаны на автоматизированный анализ и распечатку его результатов.

Чтобы добиться биржевого успеха, трейдеру надо понимать рынки глубже, чем его соперники. Одним из способов достижения этого и является автоматизация процесса торговли.

### Приложение 3.

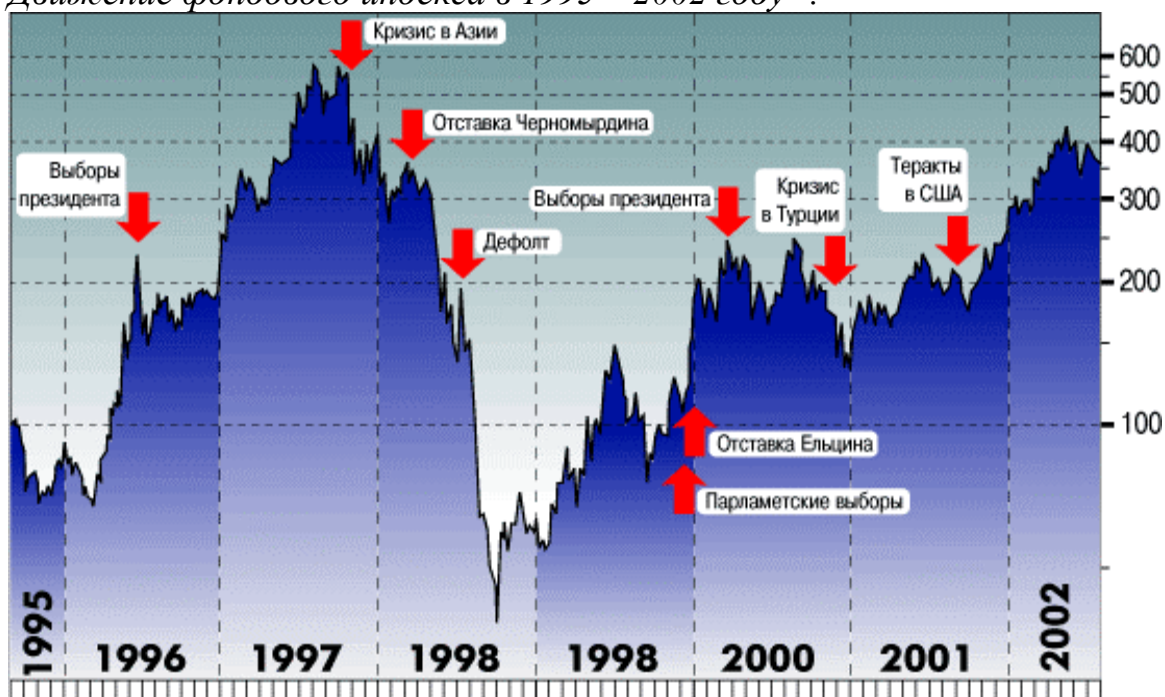
Движение фондового индекса в 1999 – 2000 году<sup>58</sup>.



<sup>58</sup> Арсеньев В. Руководство по российскому рынку капитала. – М. Альпина. С.79-80.

#### Приложение 4.

Движение фондового индекса в 1995 – 2002 году<sup>59</sup>.



#### Приложение 5.

Динамика индекса РТС – «голубые фишки» за последние 12 месяцев по состоянию на конец апреля 2003 года<sup>60</sup>.



<sup>59</sup> <http://class.finam.ru/torg.htm>

<sup>60</sup> <http://www.rbc.ru>