

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПОВЕДЕНИЕ НАСЕЛЕНИЯ В ПЕРИОД ГЛОБАЛЬНОЙ ТУРБУЛЕНТНОСТИ

ПОЛЯНИН Андрей Витальевич, доктор экономических наук, профессор, декан факультета государственного, муниципального управления и народного хозяйства, Среднерусский институт управления – филиал РАНХиГС, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. победы д. 5а, e-mail: polyanin.andrei@yandex.ru

ПОПОВА Ольга Васильевна, доктор экономических наук, профессор кафедры экономики и экономической безопасности, Среднерусский институт управления – филиал РАНХиГС, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. победы д. 5а, e-mail: olga_v_porova@mail.ru

СУРОВНЕВА Кристина Александровна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и экономической безопасности, Среднерусский институт управления – филиал РАНХиГС, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. победы д. 5а, e-mail: surovneva-rt@ranepa.ru

Аннотация. Цель исследования – развитие концепции поведенческих финансов в контексте трансформации инвестиционного поведения физических лиц в периоды глобальной или национальной турбулентности социально-экономической ситуации.

Предметом исследования выступает совокупность социально-экономических отношений, возникающих в процессе масштабных кризисов и шоков на рынке розничного сегмента финансового сектора экономики.

Методология исследования: эмпирической базой для применения статистико-экономического метода послужили официальные данные Росстата, Московской биржи, ExpertRA и др. Проанализировано инвестиционное поведение домохозяйств в периоды глобальной турбулентности. Выявлены особенности инвестиционного поведения и инвестиционный потенциал граждан России. Изучены тренды инвестиционных предпочтений отечественных домохозяйств в период пандемии COVID-19.

В результате исследования обозначено, что трансформация инвестиционного поведения населения создает предпосылки для роста финансовых рисков. Сформулированы перспективные направления исследований инвестиционного поведения населения в периоды турбулентности различного генезиса.

Ключевые слова: экономические шоки, инвестиционное поведение населения, фондовые рынки, розничные инвесторы.

INVESTMENT BEHAVIOR OF THE POPULATION IN THE GLOBAL TURBULENCE

POLYANIN A. V., Doctor of Economic Sciences, Professor, Dean of the Faculty of State, municipal administration and national economy, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: polyanin.andrei@yandex.ru.

ПОПОВА О. В., Doctor of Economic Sciences, Professor of the Department of Economics and Economic security, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: olga_v_popova@mail.ru.

SUROVNEVA K. A., Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Economics and Economic security, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: surovneva-rf@ranepa.ru

Abstract. The main aim of the study is to develop the concept of behavioral finance in the context of the transformation of the investment behavior of individuals in times of global or national turbulence of the socio-economic situation.

The subject of the study is a module of socio-economic relations that arises in the process of large-scale crises and shocks in the market of the retail segment of the financial sector of the economy.

Research design: the theoretical research is based on papers of the behavioral finance classics, as well as the research of modern domestic and foreign literature. The empirical basis for the application of the statistical-economic method was the official data of The Federal State Statistics Service, Moscow Exchange, Expert RA, etc. The conducted research based on the application of the abstract-logical method allowed us to consider our own conclusions and clarify promising areas for further research.

Results: the investment behavior of households during periods of global turbulence is analyzed; specific features of investment behavior and investment potential of Russian citizens are identified; the trend of investment preferences of domestic households during the COVID-19 pandemic is thoroughly studied. Pointing out the transformation of investment behavior of the population that creates prerequisites for the growth of financial risks; promising areas of research of investment behavior of the population during periods of turbulence of various genesis are formulated.

Keywords: economic shocks, investment behavior of the population, stock markets, retail investors.

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиции выступают фундаментом модернизации национальной и глобальной экономики, поэтому формирование благоприятного инвестиционного климата, отвечающего нуждам потребителей и поставщиков капитала, является важнейшей задачей органов государственной власти и общества в целом.

Сегмент розничных инвесторов считается чистым поставщиком капитала на рынок инвестиций. Одновременно физические лица являются наиболее уязвимыми при возникновении кризисных ситуаций ввиду общих и индивидуальных характеристик, описываемых поведенческими финансами и инвестиционным поведением индивидуумов. Поэтому адаптация теории поведенческих финансов и инвестиционного поведения к ментально-когнитивным особенностям населения как поставщика инвестиций в сложившихся социально-экономических условиях к специфическим проявлениям финансовых шоков является важнейшим направлением развития рынка инвестиций.

В частности, концепция поведенческих финансов и инвестиционного поведения формировалась под научным влиянием трудов E. Fama, D. Kahneman, A. Tversky, Muth J. F., M. Pompian, P. Slovic, H. T. J. Smit, T. Moraitis, Thaler Richard H., Sunstein Cass R. и других. Однако в их трудах не отражаются специфика развития национальных экономик и особенности экономических шоков, а также реакция индивидуальных инвесторов на возникновение коллапсов различного генезиса. Эти вопросы отражены в публикациях современных отечественных ученых А. Абрамова, Е. Дудниковой, Н. Новиковой, О. Пилипенко, А. Радыгина, Н. Уколова, М. Черновой и других.

Вместе с тем проблема инвестиционного поведения населения в условиях экономических потрясений и ее влияние на состояние национальной экономики, финансовой системы, перспектив разрешения кризисных явлений остается недостаточно изученной. Это обуславливает необходимость дальнейших теоретико-методических и прикладных исследований инвестиционного поведения населения.

Цель исследования состоит в выявлении направлений трансформации инвестиционного поведения населения в условиях экономических шоков для обоснования механизмов повышения инвестиционной активности розничных инвесторов, снижения рисков индивидуального инвестирования в интересах государства, финансовых институтов и общества в целом.

Основные результаты исследования. Население выступает мощнейшим поставщиком финансовых ресурсов на инвестиционный рынок, являясь вкладчиком коммерческих банков, клиентом пенсионных фондов, страховых компаний, приобретая ценные бумаги или доли в бизнесе и т.д. Одновременно, физические лица выступают конечными потребителями товаров и услуг (включая государственные услуги). Поэтому вовлечение средств населения в процесс развития экономики является важнейшей проблемой общественной системы, особенно в период экономических потрясений и шоков.

Инвестиционное поведение населения имеет свою специфику, исследованию ко-

торой посвящено множество научных работ с области экономики и финансов, психологии и социологии, публикаций междисциплинарного характера. Подавляющее большинство авторов подчеркивает тесную связь между инвестиционным поведением индивидуальных инвесторов и поведенческими финансами, указывая, что, принимая решения, человек не только ограничен в объеме доступной информации и способности ее правильно интерпретировать, но и находится под влиянием эмоций (Даниэль Канеман, Амос Тверски и другие)¹.

В частности, поведение физических лиц на финансовом рынке часто связано с иррациональными мотивами (страх, ажиотаж, эйфория, доверие к средствам массовой информации и «достоверным источникам», нетерпеливость и т.д.), нехарактерными для корпоративных и институциональных инвесторов, которые при принятии коллегиальных управленческих решений основываются на профессиональном опыте и знаниях, анализе официальных статистических данных и оперативной информации финансовых институтов, органов государственной власти, научных учреждений и т.д.²

В целом поведенческий подход, обобщающий знания о причинах иррационального поведения частных инвесторов на фондовом рынке, является относительно новой отраслью финансовой науки. Так, в работах³ отмечается, что цены на ценные бумаги могут отклоняться от объективных уровней под влиянием поведения инвесторов. Этот механизм описывается авторами и последователями теории рациональных ожиданий (Джоном Муттом, Робертом Эмерсоном Лукасом, Кристофером Симсом, Томасом Сарджентом и другими)⁴.

Суть концепции заключается в том, что инвесторы, обладающие определенными

¹ Kahneman, D., & Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. // *Econometrica*, 1979. – V.47(2). – P. 263-291. – URL:<https://doi.org/10.2174/138920312803582960>; Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. // *Psychological Bulletin*, 1971. – V. 76(2). – P. 105-110. – URL:<https://doi.org/10.1037/h0031322>.

² Wang A.Y., Young M. Terrorist attacks and investor risk preference: Evidence from mutual fund flows. *Jour. Fin. Eco.* 2020;137(2):491–514. – URL: <https://clck.ru/WhqZX>; Barber B. M., Odean T. Online Investors: Do the Slow Die First? *The Review of Financial Studies*, 2002, vol. 15, № 2 (Special Issue “Conference on Market Frictions and Behavioral Finance”), pp. 455-487.; Shefrin H. M., Statman M. S. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *The Journal of Finance*. 1985. – Vol. 40. – №3. – P. 777–790.; *Global Investor Study 2019 (Schroders)* // <https://www.schroders.com/en/insights/global-investor-study/2019-findings/investing/>.

³ Smit, H. T. J., & Moraitis, T. (2010). Playing at Serial Acquisitions. *California Management Review*, 2010. V. 53(1). P. 56-89.; Kabasinskas & Macys, 2010 Kabasinskas, A., & Macys, U. Calibration of bollinger bands parameters for trading strategy development in the Baltic stock Market. // *Engineering Economics*. 2010, V 21(3), 244-254.; Shefrin H. M., Statman M. S. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. №3. P. 777–790

⁴ Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money // *Journal of Economic Theory*. 1972. Vol. 4. pp 103–124.; Muth. John F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements // *Econometrica*, 1961. V. 29. pp.315–335.; Sims C. A. Rational Inattention: Beyond the Linear-Quadratic Case // *American Economic Review*. 2006. Vol. 96. No 2. P. 158–163.; Sargent T. J. Rational Expectations and the Term Structure of Interest Rates // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1972. Vol. 4. № 1. P. 74–97.

знаниями в сфере функционирования фондового рынка, используют всю доступную им информацию для принятия управленческого решения, которое, на их взгляд, рационально и эффективно. Однако их точка зрения носит субъективный характер.

По мнению К. Киношита, К. Сузуки и Т. Шимокавы¹, индивидуальные инвесторы не всегда могут получить всестороннюю достоверную информацию, необходимую для принятия объективного решения. И даже обладая обширным массивом данных, они могут ошибочно их интерпретировать или находиться под влиянием эмоций, заблуждений и предубеждений. В результате поведение инвестора или его решение может стать иррациональным.

Это противоречит гипотезе эффективных рынков, утверждающей, что вся значимая информация приводит к оперативному изменению рыночных цен на ценные бумаги и финансовые инструменты². Сторонники этой гипотезы считают ее, по сути, защитным механизмом, оберегающим инвесторов от принятия ошибочных решений на фондовом рынке. Поэтому ряд постулатов гипотезы используется при обосновании целесообразности коллективного инвестирования, а Ричард Талер сформулировал теорию подталкивания, которая в настоящее время широко используется государством и корпорациями для воздействия на поведение индивидов, участвующих в пенсионных программах³.

Важнейшей компонентой инвестиционного поведения домохозяйств выступает риск, его субъективная оценка инвестором и отношение к риску. Исследователи указывают, что склонность к риску носит индивидуальный характер и определяется готовностью индивида к потерям и доходам⁴. Например, Майкл Помпьян⁵ выделил ключевые характеристики, определяющие отношение того или иного инвестора к риску (толерантность к риску). Основная часть из них относится к когнитивным, связанным с прошлым опытом, знаниями, предпочтениями и особенностями личности (консерватизм, самоуверенность, якорение, нетерпимость к неопределенностям, когнитивный диссонанс, подверженность стереотипам и т.д.). Эмоциональные предрасположенности к риску основаны на внутренних ощущениях, а не на знаниях инвестора (неприя-

¹ Kinoshita, K., Suzuki, K., & Shimokawa, Evolutionary foundation of bounded rationality in a financial market. *IEEE Transactions on Evolutionary Computation*, 2013. V. 17(4). 528-544. // <https://doi.org/10.1109/TEVC.2012.2208465>.

² Fama, E. F. (1970). American Finance Association Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. // *Journal of Finance*, 1970. V. 25(2). 28-30. – URL:<https://doi.org/10.2307/2325486>.

³ Thaler Richard H., Sunstein Cass R. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. // New Haven: Yale University Press, 2008. 293 pp. – URL:https://www.researchgate.net/publication/50371114_Richard_H_Thaler_-_Cass_R_Sunstein_Nudge_Improving_Decisions_about_Health_Wealth_and_Happiness.

⁴ Slovic, P. American Finance Association. // *The Journal of Finance*, 1972. V. 72(6), 2889-2889. <https://doi.org/10.1111/jofi.12597>; Shefrin H. M., Statman M. S. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. №3. P. 777–790.

⁵ Pompian M. *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases*. // Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. 339 p.

тие потерь, стремление зафиксировать нынешний уровень благосостояния и риска, завышенный оптимизм и др.).

В контексте настоящего исследования для оценки влияния экономического шока на инвестиционное поведение домохозяйств следует иметь в виду следующие обстоятельства:

1) Индивидуальные инвесторы на фондовом рынке демонстрируют более «нервное» поведение, чем корпоративный сектор или сегмент коллективного инвестирования, позволяя эмоциям и страху влиять на принятие решений. В результате уровень иррациональности сделок повышается.

2) Массированное развитие цифровых технологий в биржевой торговле делает ценные бумаги и сделки с ними доступнее и привлекательнее для физических лиц. Поэтому рост числа индивидуальных инвесторов на фондовых рынках и увеличение стоимости ценных бумаг в собственности домохозяйств становятся мировыми трендами.

3) В период финансовых кризисов и шоков иррациональное поведение индивидуальных инвесторов может привести к несоразмерной дестабилизации биржевой торговли, росту финансовых потерь и ухудшению сценария выхода из кризиса.

При этом под природой экономического шока до настоящего времени нет целостной теоретической основы. Однако признается неожиданность возникновения, масштабность и краткосрочность воздействия шока на экономическую систему, а также циклический характер возникновения шоков, что позволяет при их изучении опираться на механизмы больших циклов Кондратьева Н.Д.

В работе О. Пилипенко на основе детального анализа сущности экономических шоков, их цикличности, изучения взаимосвязи и взаимообусловленности реального сектора и финансовой сферы в предшоковый, шоковый и послешоковый периоды объясняются механизмы возникновения глобального кризиса 2007–2008 годов и показывается авторская позиция по поводу воздействия шока на национальную экономику¹.

Глобализация обусловила формирование наднациональной финансовой системы, поэтому национальные экономические шоки, выражающиеся в возникновении конфликта между потребностями реального сектора экономики и финансовыми потоками, быстро тиражируются в государствах, тесно сотрудничающих с источником шока, и могут привести к глобальному кризису. В таких условиях фондовый рынок, как наиболее мобильный, оперативный и чутко реагирующий на информационные потоки сегмент финансового рынка, при неблагоприятных событиях способен увеличить глубину шока и повысить уровень его экстраполяции на иные сегменты финансовой системы и страны.

Современная Россия прошла через несколько кризисов, которые можно характеризовать как экономические шоки: 1998, 2008, 2014 и 2020 годы. Первый отрицатель-

¹ Thaler Richard H., Sunstein Cass R. Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness. // New Haven: Yale University Press, 2008. 293 pp. – URL: <https://clck.ru/Whqpz> (дата обращения: 08.05.2021).

ный опыт, оказавший серьезное влияние на формирование инвестиционного поведения нынешнего поколения граждан 45–65 лет, которые, по логике, должны выступать самыми мощными индивидуальными инвесторами, был получен в ходе национальных шоков 1992 и 1993 годов.

Так, 1 января 1992 года в России была осуществлена либерализация цен и торговли, в результате которой розничные цены за год выросли более чем в 26 раз, а сбережения потеряли свою покупательную стоимость. Заработная плата за этот период увеличилась менее чем в 12 раз. Одновременно была ликвидирована система поддержки убыточных предприятий, что привело к массовым банкротствам субъектов хозяйствования и стремительному росту безработицы.

Денежная реформа 1993 года носила конфискационный характер и углубила и без того катастрофическое обнищание населения. Жесткий сценарий обмена купюр (35 тыс. руб. на человека) в короткий срок (с 26 июля по 7 августа) сформировал устойчивое недоверие населения к государству и его финансовым институтам.

Оба эти события можно считать внутренними национальными экономическими шоками, хотя они привели к финансовым потрясениям в странах бывшего Советского Союза, сохранивших интеграционные взаимосвязи с Россией.

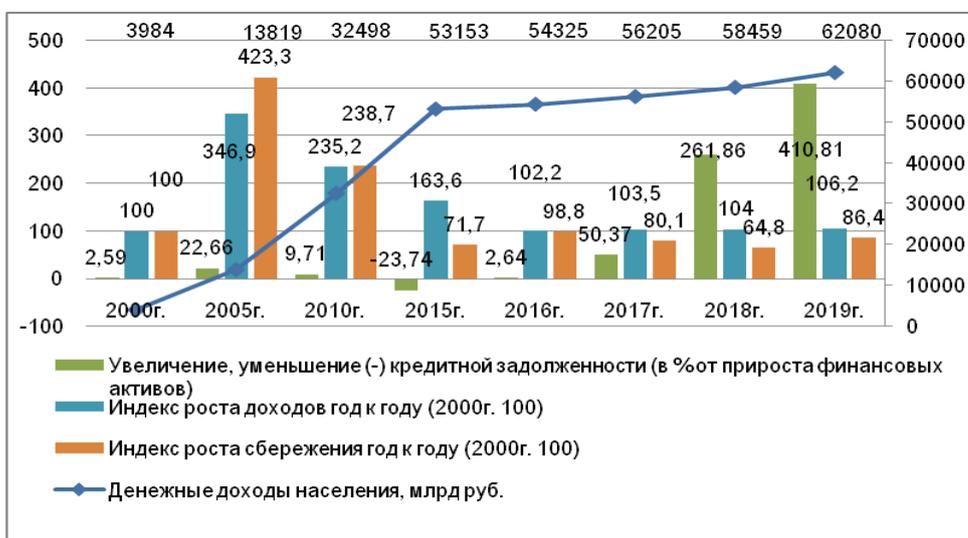
Экономические кризисы 1998, 2008 и 2020 годов являются глобальными. Например, экономический коллапс 1998 года был спровоцирован азиатским финансовым кризисом 1997–1998 годов, но отразился на большинстве развитых и развивающихся стран. В России последствиями кризиса стали массированный отток капитала, падение цен на энергоресурсы при одновременном росте потребительских цен, крах системы государственного рынка ценных бумаг и дефолт.

Причиной текущего экономического шока стала глобальная пандемия, которая уже в марте-апреле 2020 года в значительной степени затронула все страны и отрасли мировой экономики. Шоковая ситуация развивается по сценарию, экстремальному по уровню воздействия и невероятному по ожидаемости¹. На его реализацию накладываются не только финансовые и экономические потери, но и закрытие национальных границ, карантинные мероприятия, ограничение деятельности целых сфер и отраслей производств. Нынешний кризис по уровню своего воздействия на настроения в обществе и социально-экономической реакции на него можно сравнить с террористическими атаками 2001 года².

¹ Ortmann R., Pelster M., Wengerek S. T. COVID-19 and Investor Behavior (May 22, 2020). Finance Research Letters, 101717, Doi.org/10.1016/j.frl.2020.101717, TAF Working Paper №54/April 2020 // https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589443#, Zhang D., Hu M., Ji Q. Financial markets under the global pandemic of COVID-19. Finance Research Letters, 2020. // https://www.researchgate.net/publication/340714575_Financial_markets_under_the_global_pandemic_of_COVID-19; Pompian M. Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases. // Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. 339 p.

² Levy O., Galili I. Terror and trade of individual investors. // Journal of Socio-Economics. 2006, V. 35 (6), P. 980–991.; Burch T.R., Emery D.R., Fuerst M.E. Who moves markets in a sudden marketwide crisis?

Для оценки трансформации инвестиционного поведения домохозяйств России в 2020 году следует уточнить инвестиционный потенциал населения страны (уровень среднедушевых доходов, удельный вес расходов на потребление и обязательные платежи, объем и структура доходов, направляемых на сбережение, отношение среднедушевых доходов к прожиточному минимуму или стоимости рациональной (минимальной) потребительской корзины и т.д.). Кроме того, заслуживают внимания направления инвестиционных вложений и их доля в доходах (расходах) домохозяйств. При этом в российской статистической отчетности прирост задолженности по кредитам не считается источником финансирования инвестиций, поскольку в конечном итоге кредиты приводят либо к приросту потребления, либо к увеличению вложений в недвижимость и финансовые активы. Поэтому финансовые активы корректируются на величину прироста (уменьшения) кредитной задолженности (рис. 1 и 2).

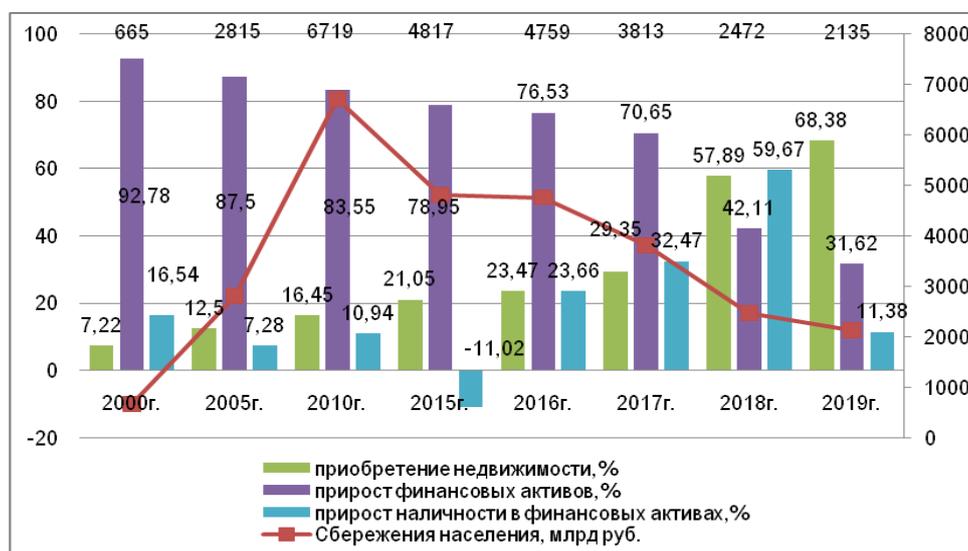


Рассчитано по данным [Россия в цифрах. 2020: Крат. стат. сб. / Росстат. – М., 2020. – 550 с.].

Рисунок 1 – Динамика денежных доходов, сбережений и кредитной задолженности населения России

Figure 1 – Dynamics of cash income, savings and credit debt of the population of Russia

Evidence from 9/11. // Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016. V, 51/ P, 463–487. // https://www.researchgate.net/publication/303907594_Who_Moves_Markets_in_a_Sudden_Marketwide_Crisis_Evidence_from_911; Wang A.Y., Young M. Terrorist attacks and investor risk preference: Evidence from mutual fund flows. Jour. Fin. Eco. 2020;137(2):491–514. – URL: https://www.researchgate.net/publication/339355511_Terrorist_Attacks_and_Investor_Risk_Preference_Evidence_from_Mutual_Fund_Flows.



Рассчитано по данным [Россия в цифрах. 2020: Крат. стат. сб. / Росстат. – М., 2020. – 550 с.].

Рисунок 2 – Объем и структура денежных сбережений населения
 Figure 2 – The volume and structure of monetary savings of the population

Денежные доходы населения устойчиво растут на протяжении всего периода исследования, хотя в 2016 году по сравнению с 2015-м индекс составил всего 2,2 %. Затем наблюдается незначительное улучшение ситуации.

Однако с учетом инфляции, особенно в сегменте товаров первой необходимости и тарифов на жилищно-коммунальные услуги, уровень располагаемых доходов российских домохозяйств сокращался с 2016 года.

Негативно характеризует ситуацию с инвестиционным потенциалом населения тот факт, что объем его накоплений и сбережений сокращается с 2015 года. Учитывая, что уровень социального расслоения общества по уровню распределения доходов по двадцатипроцентным децильным группам в течение 2015–2019 годов практически не менялся и на 20 % наиболее обеспеченных россиян приходится 47 % совокупных доходов¹, можно заключить, что расширение контингента розничных инвесторов возможно, главным образом, за счет сокращения потребительских расходов в остальных децильных группах.

Благодаря механизмам государственной поддержки жилищного кредитования, включая материнский капитал, удельный вес вложений в недвижимость в структуре сбережений устойчиво растет, достигая 68,4 % в 2019 году. Одновременно увеличивается и отношение прироста кредитной задолженности к общему объему

¹ Попова О.В. Сидорин А.А. Состояние и тенденции изменения потребительского и инвестиционного поведения населения России // Экономика и предпринимательство. 2020. № 8. С. 263-266

накоплений. В 2019 году он в 4 раза превышал чистую стоимость финансовых активов и составлял 4,5 % от всех доходов российских домохозяйств.

Таким образом, к началу пандемии 2020 года отмечалось доминирование осторожного (консервативного) типа инвестиционного поведения граждан на российском инвестиционном рынке, поскольку недвижимость выступает одним из самых надежных объектов инвестирования.

Для анализа трансформации инвестиционного поведения домохозяйств в период экономического шока следует учитывать, что население выступает чистым поставщиком капитала на рынок инвестиций и в рамках инвестиционного процесса может использовать два основных механизма инвестирования временно свободных денежных средств с целью получения прибыли или иного полезного для себя эффекта:

- через финансовые институты (банки, пенсионные фонды, страховые компании и т.д.);
- через финансовые рынки (рынок ценных бумаг, фондовые биржи, фонды коллективного инвестирования и т.д.).

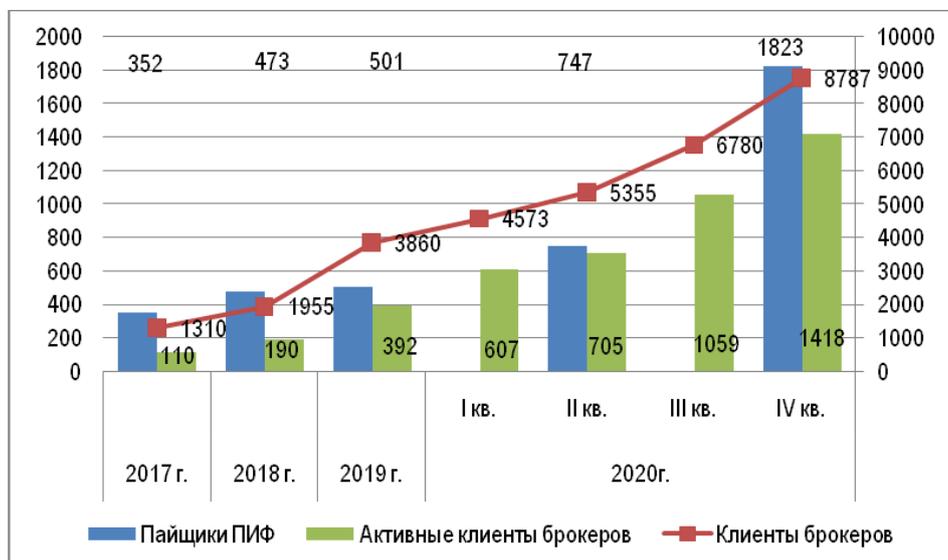
К началу 2020 года ведущим финансовым активом населения выступали срочные депозиты в коммерческих банках. Однако постепенное снижение процентных ставок и введение подоходного налога на процентный доход снизили их привлекательность и вынудили граждан изымать свои вклады. Так, за 2019 год из банков было выведено 400 млрд руб. (14 % накопленных средств). Что касается добровольного пенсионного, медицинского, имущественного и личного страхования, то они до настоящего времени слабо вписаны в финансовое поведение россиян и потому не получили широкого распространения.

В 2020 году эта тенденция усилилась. По оценкам экспертов Национального рейтингового агентства России только за январь – октябрь население изъяло со своих счетов в коммерческих банках 1,5 трлн. руб. с валютных и рублевых вкладов¹.

Одновременно с 2018 года наблюдается стремительный рост интереса индивидуальных инвесторов к ценным бумагам и финансовым инструментам фондового рынка. Особенно ярко это демонстрирует динамика брокерских счетов физических лиц, зарегистрированных на Московской бирже, и клиентов паевых фондов, находящихся под управлением отечественных управляющих компаний (рис. 3).

За 2020 год количество брокерских счетов розничных инвесторов на Московской бирже увеличилось в 3,6 раза, а число активных (т.е. совершающих не менее одной сделки в месяц) – в 2,3 раза. За первое полугодие 2020 года клиентская база паевых инвестиционных фондов увеличилась на 246 тыс. человек, или в 1,5 раза, а к концу года – еще на 1076 тыс. единиц (в 2,4 раза).

¹ Кошкина Ю. Аналитики оценили чистый отток средств россиян из банков – URL: <https://www.rbc.ru/finances/17/12/2020/5fd8b80a9a79472f7ea2739b>(дата обращения: 10.05.2021)



Составлено по данным Московской биржи (<https://www.moex.com>) и «Эксперт РА» (<https://www.raexpert.ru>)

Рисунок 3 – Численность розничных клиентов брокеров и управляющих компаний, тыс. чел.

Figure 3 – The number of retail clients of brokers and management companies, thousand people

Важнейшим механизмом инвестирования частных лиц являются индивидуальные инвестиционные счета (ИИС). По данным Московской биржи, за январь – сентябрь 2020 года гражданами было открыто 1,35 млн ИИС, в то время как за 2015–2019 годы в совокупности только 1,65 млн счетов. Почти все счета (89 %) являются брокерскими. Суммарный оборот по ИИС за 9 месяцев 2020 года превысил 1 трлн руб., а общая рыночная стоимость счетов достигла 246 млрд руб.

Наиболее привлекательным активом для владельцев ИИС стали акции, на которые пришлось 87 % всех совершенных по счетам сделок. Кроме того, в сферу интересов розничных инвесторов попали облигации (11 % сделок) и паи биржевых фондов (4 %)¹.

Таким образом, владельцы ИИС используют достаточно рискованные стратегии, акцентируя свое внимание на акциях. С точки зрения поведенческих финансов это можно объяснить тем фактом, что человеку легче рискнуть, используя абстрактный налоговый вычет по ИИС как страховой фонд для компенсации возможных по-

¹ Московская биржа продолжает фиксировать рост числа частных инвесторов на российском биржевом рынке. URL: <https://www.moex.com/n30606/?nt=106> (дата обращения: 10.05.2021)

ть, чем рисковать деньгами, которые у него на руках уже имеются. Этот феномен инвестиционного поведения населения, в частности, анализируется в работах Д. Канемана, А. Абрамова, А. Радыгина, М. Черновой и других¹.

Отток средств физических лиц со срочных депозитов в коммерческих банках активизировал деятельность этих финансовых институтов по созданию продуктов, тесно связанных с фондовым рынком. В настоящее время крупные банки выполняют функции управляющих компаний, в чьем ведении находится подавляющее большинство паевых инвестиционных фондов, индивидуальных инвестиционных и брокерских счетов. Это позволяет банкам не только компенсировать выпадающие доходы от снижения ставок по кредитам и сокращения средств на депозитных счетах, но и увеличить совокупный объем прибыли.

Аналогичной стратегии придерживаются страховые компании, предлагая розничным клиентам сложные страховые продукты, в которых средства клиентов распределяются между непосредственно страховым полисом (обычно по личному страхованию) и срочным депозитом с гарантированной доходностью, связанным по времени со сроком полиса.

В целом, по оценкам Банка России, чистые вложения россиян в фондовый рынок за январь – октябрь 2020 года составили около трети прироста их сбережений – 880 млрд руб. Привлекательность фондового рынка не снизил даже тот факт, что индекс Московской биржи в 2020 году отражал волатильность финансовых рынков и общую социально-экономическую нестабильность в стране и мире. Так, начиная с 20 февраля, когда ситуация с пандемией уже обострялась, но о локдауне еще достоверно не было известно, индекс ММВБ начал снижаться с 3120,51 пункта. До своего минимума он опустился 19 марта (2134,43). Таким образом, в течение месяца индекс Московской биржи упал на 31,6 %. Устойчивого восстановления российского индикатора биржевой торговли до докризисного уровня удалось достичь только 25 ноября (3111,75).

Следует подчеркнуть, что инвестиционное поведение физических лиц во время экономических шоков в разных странах развивается по сходному сценарию. Например, исследование авторов Р. Ортманн, М. Пельстер, С. Венгерек Р. показало, что после рекордного падения индекса Dow Jones 12 марта 2020 года на 9,9 % частные инвесторы стали осторожнее в выборе объектов инвестирования, стремясь минимизировать риск финансовых потерь². Можно провести аналогию между выводами,

¹ Канеман Даниэль. Думай медленно... решай быстро: АСТ; Москва; 2014/ 710 с.; Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Детерминанты поведения частных инвесторов на российском фондовом рынке // Экономическая политика, 2020. Т.15. №3. С. 8-43

² Ortmann R., Pelster M., Wengerek S. T. COVID-19 and Investor Behavior (May 22, 2020). Finance Research Letters, 101717, Doi.org/10.1016/j.frl.2020.101717, TAF Working Paper №54/April 2020 // https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589443#(дата обращения: 10.05.2021)

сделанными в работе Леви О., Галили И.¹ по изменению инвестиционного поведения населения в 2001 году (террористические атаки), и пандемией 2020 года. В обоих случаях население опасалось не столько экономических потерь, сколько угрозы для безопасности своих семей. Поэтому граждане сокращали объем текущего потребления и пытались сформировать максимально возможный объем ликвидных инвестиций, чтобы обезопасить себя на случай ухудшения ситуации. Например, в России, по данным Центрального банка, за январь – октябрь 2020 года на фоне сокращения реальных доходов домохозяйств на 0,7 % потребительские расходы в результате уменьшения затрат на развлечения и туризм, транспорт и одежду упали на 5,4 %. С учетом социальных выплат сбережения выросли на 4,4 трлн. руб., что в 1,6 раза больше аналогичного периода 2019 года, а норма накопления за II квартал 2020 года достигла своего абсолютного рекорда – 18 %.

Таким образом, проявление общественного страха способно оказывать серьезное влияние на инвестиционное поведение физических лиц. При этом особую осторожность стали проявлять люди, для которых COVID-19 представляет особую опасность (пожилые, лица с хроническими заболеваниями и т.д.)².

На инвестиционное поведение россиян в период шоков существенное влияние оказывает снижение и без того низкого доверия к государственным и финансовым институтам, сформировавшееся в начале 90-х годов XX века и подкрепляемое в последующие годы. Это обстоятельство, а также высокая волатильность рубля ориентировали население на формирование финансовой подушки безопасности в валюте или застрахованных срочных депозитах. В течение 2020 года на фондовый рынок пришло рекордное число новых розничных инвесторов, которые только осваивают биржевую торговлю. Поэтому с высокой долей вероятности можно ожидать, что в последующие годы резко возрастет интерес к ценным бумагам иностранных эмитентов, номинированных в валюте. В результате отток капитала из России будет расти, особенно в периоды кризисов, что крайне невыгодно для экономического развития страны.

Кроме того, уровень и ассортимент рисков на фондовом рынке выше, чем при размещении средств на застрахованных банковских депозитах, поэтому вероятность потерь среди неквалифицированных инвесторов может быть значительной.

Это повышает актуальность мониторинга рисков фондового инвестирования со стороны Банка России и разработки механизмов регулирования инвестиционного поведения розничных инвесторов для сдерживания их вложений в высокорисковые активы, бумаги и финансовые инструменты зарубежных эмитентов и финансовых институтов.

¹ Levy O., Galili I. Terror and trade of individual investors. // Journal of Socio-Economics. 2006, V. 35 (6), P. 980–991.

² Bu D., Hanspal T., Liao Y., Liu Y. Risk Taking, Preferences, and Beliefs: Evidence from Wuhan // https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3559870 (дата обращения: 10.05.2021)

Одним из наиболее перспективных направлений корректировки инвестиционного поведения населения, на наш взгляд, является расширение практики применения механизма подталкивания, используемого, например, государством через налоговое стимулирование для владельцев индивидуальных инвестиционных счетов или материнского капитала как инструмента повышения доступности ипотечных кредитов, страховыми компаниями и банками при продвижении сложных инвестиционных продуктов, Московской биржей при формировании биржевых инвестиционных фондов ETF и т.д.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Население является самым емким, перспективным и дешевым поставщиком капитала на рынок инвестиций. Одновременно этот сегмент считается самым недоверчивым, нерациональным и нервным источником инвестиций, поскольку инвестиционное поведение розничных инвесторов зависит не только от их финансовой грамотности и ментальных характеристик, но и от эмоционального отношения к складывающейся ситуации. Поэтому специфика проявления шока на национальном уровне, инвестиционный потенциал населения, степень его доверия к государственным и финансовым институтам определяют сценарий поведения граждан на рынке инвестиций в периоды кризисов.

В российских реалиях население столкнулось с экономическими шоками разной направленности: внутренними, связанными с волатильностью национальной валюты, критическим падением уровня жизни, безработицей, резким изменением национальной кредитно-денежной и социальной политики; глобальными, в ходе которых ухудшение в социально-экономической ситуации проходило практически параллельно трендам стагнации мировой экономики.

Исходя из этого, в инвестиционном поведении российских домохозяйств четко выделяются следующие стратегии инвестиционного поведения:

- ориентация на ликвидацию денежных накоплений (1992–1993, 1998, 2015–2016 годы), когда стремительное падение курса рубля сопровождалось таким же стремительным ростом цен на товары (особенно импортного производства);
- рост денежных сбережений и накоплений (2010–2015) на фоне повышения доходов домохозяйств и усиления доверия к государству;
- переориентация российских домохозяйств в своей сберегательно-инвестиционной стратегии с финансовых институтов на финансовые рынки (2020 год).

В настоящее время цифровизация финансовых услуг приводит к нивелированию региональной дифференциации в доступе населения к финансовым инструментам банковского и фондового рынка России, однако, учитывая отсутствие практического опыта новых розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, можно ожидать увеличения уровня иррациональных сделок и объемов убытков физических лиц, повышения общей волатильности фондового рынка и перелива капита-

лов в направлениях, не отвечающих потребностям национальной экономики.

Направления дальнейших исследований

С целью совершенствования механизмов формирования, развития и управления инвестиционным поведением розничных инвесторов в России целесообразно формировать объективную базу статистических данных, которая сможет стать эмпирической основой для проведения дальнейших исследований в сфере инвестиционного потенциала российских домохозяйств, мотивов и оценки эффективности их инвестиционной деятельности.

Считаем целесообразным развивать дальнейшие научные и прикладные исследования в следующих направлениях:

1. Изучение инвестиционного поведения населения на основе междисциплинарных исследований (финансово-экономических, статистико-математических, социологических, психологических, географических, юридических).
2. Разработка структурной модели оперативной реакции государственного регулирования финансового рынка в сегментах «Финансовые институты» и «Финансовые рынки» для реализации сценариев экономических шоков, ограничивающихся рисками потери доходов инвесторов или затрагивающих эмоциональные страхи розничных инвесторов в ситуациях, подобных пандемии COVID -19.
3. Проведение исследований по оценке рисков индивидуального инвестирования и уточнению механизмов их минимизации в интересах розничных инвесторов и национальной экономики.

Библиография/References:

1. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Детерминанты поведения частных инвесторов на российском фондовом рынке // Экономическая политика. – 2020. – Т. 15. – №3. – С. 8-43.
2. Дудникова Е.Б., Уколова Н.В., Новикова Н.А. Тенденции изменения инвестиционного поведения домашних хозяйств в условиях экономических кризисов // Инновационная деятельность. – 2020. – №3. – С. 102 –110.
3. Канеман Д. Думай медленно... решай быстро. – М.: АСТ; 2014. – 710 с.
4. Пилипенко О.И. Экономические шоки и циклическое развитие национальных финансовых систем // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. – 2015. – №1. – С. 103 –111.
5. Попова О.В., Сидорин А.А. Состояние и тенденции изменения потребительского и инвестиционного поведения населения России // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 8. – С. 263 –266.
6. Barber B. M., Odean T. Online Investors: Do the Slow Die First? The Review of Financial Studies, 2002. – Vol. 15. – №2 (Special Issue "Conference on Market Frictions and Behavioral Finance"), pp. 455-487.

7. Bu D., Hanspal T., Liao Y., Liu Y. Risk Taking, Preferences, and Beliefs: Evidence from Wuhan.– URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3559870.
8. Burch T.R., Emery D.R., Fuerst M.E. Who moves markets in a sudden marketwide crisis? Evidence from 9/11. // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2016. V, 51. P, 463–487. – URL: <https://clck.ru/WhrMc>
9. Fama, E. F. (1970). American Finance Association Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work // *Journal of Finance*, 1970. – V. 25(2). – p.28-30. –URL: <https://doi.org/10.2307/2325486>
10. Global Investor Study 2019 (Schroders).– URL:<https://www.schroders.com/en/insights/global-investor-study/2019-findings/investing/>
11. Kabasinskas & Macys, 2010 Kabasinskas, A., & Macys, U. Calibration of bollinger bands parameters for trading strategy development in the Baltic stock Market. // *Engineering Economics*. 2010, V 21(3), 244-254.
12. Kahneman, D., & Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. // *Econometrica*, 1979. V.47(2). – P. 263-291. – URL:<https://doi.org/10.2174/138920312803582960>
13. Kinoshita, K., Suzuki, K., & Shimokawa, Evolutionary foundation of bounded rationality in a financial market. // *IEEE Transactions on Evolutionary Computation*, 2013. V. 17(4). 528-544.–URL: // <https://doi.org/10.1109/TEVC.2012.2208465>
14. Levy O., Galili I. Terror and trade of individual investors. // *Journal of Socio-Economics*. 2006, V. 35 (6), P, 980–991.
15. Lucas R. Expectations and the Neutrality of Money // *Journal of Economic Theory*. 1972. Vol. 4. pp 103-124.
16. Muth. John F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements // *Econometrica*, 1961. – V. 29. – pp.315–335.
17. Ortmann R., Pelster M., Wengerek S. T. COVID-19 and Investor Behavior (May 22, 2020). *Finance Research Letters*, 101717, Doi.org/10.1016/j.frl.2020.101717, TAF Working Paper No. 54/April 2020.– URL:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589443#
18. Pompian M. Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases. // Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. – 339 p.
19. Sargent T. J. Rational Expectations and the Term Structure of Interest Rates // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1972. – Vol. 4. – №1. P. 74–97.
20. Shefrin H. M., Statman M. S. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *The Journal of Finance*. 1985. – Vol. 40. – №3. – P. 777–790
21. Sims C. A. Rational Inattention: Beyond the Linear-Quadratic Case // *American Economic Review*. 2006. – Vol. 96. – № 2. – P. 158–163.

22. Slovic, P. American Finance Association. // The Journal of Finance, 1972. – V. 72(6). – P. 2889-2889. – URL: <https://doi.org/10.1111/jofi.12597>
23. Smit, H. T. J., & Moraitis, T. (2010). Playing at Serial Acquisitions. California Management Review, 2010. – V. 53(1). – P. 56-89
24. Thaler Richard H., Sunstein Cass R. Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness. // New Haven: Yale University Press, 2008. 293 pp. – URL: https://www.researchgate.net/publication/50371114_Richard_H_Thaler_-_Cass_R_Sunstein_Nudge_Improving_Decisions_about_Health_Wealth_and_Happiness
25. Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. // Psychological Bulletin, 1971. V. 76(2), P. 105-110. – URL: <https://doi.org/10.1037/h0031322>
26. Wang A.Y., Young M. Terrorist attacks and investor risk preference: Evidence from mutual fund flows. Jour. Fin. Eco. 2020; 137(2):491–514. – URL: https://www.researchgate.net/publication/339355511_Terrorist_Attacks_and_Investor_Risk_Preference_Evidence_from_Mutual_Fund_Flows
27. Zhang D., Hu M., Ji Q. Financial markets under the global pandemic of COVID-19. Finance Research Letters, 2020. – URL: https://www.researchgate.net/publication/340714575_Financial_markets_under_the_global_pandemic_of_COVID-19

1. Abramov, A., Radygin, A., Chernova, M. (2020) Determinanty povedeniia chastnykh investorov na rossiiskom fondovom rynke [Determinants of Private Investors' Behavior on Russian Stock Market] // Ekonomicheskaja politika [Economic Policy]. – T. 15. – № 3. – P. 8-43. (In Russ.)
2. Dudnikova, E.B., Ukolova, N.V., Novikova, N.A. (2020) Tendentsii izmeneniia investitsionnogo povedeniia domashnikh khoziaistv v usloviiakh ekonomicheskikh krizisov [Tendencies in the investment behavior of households under economic crises] // Innovatsionnaia deiatel'nost' [Innovation activity]. – № 3. – P. 102-110. (In Russ.)
3. Kahneman, D. (2014) Dumai medlenno... reshai bystro [Think slowly ... decide quickly]. – M.: AST. – 710 p. (In Russ.)
4. Pilipenko, O.I. (2015) Ekonomicheskie shoki i tsiklichesкое razvitie natsional'nykh finansovykh sistem [Economic shocks and cyclical development of national financial systems] // Vestnik Rossiiskogo universiteta druzhby narodov. Seriya: Ekonomika [RUDN Journal of Economics]. – № 1. – P. 103-111. (In Russ.)
5. Popova, O.V., Sidorin, A.A. (2020) Sostoianie i tendentsii izmeneniia potrebitel'skogo i investitsionnogo povedeniia naseleniia Rossii [State and trends of changing consumer and investment behavior of the Russian population] // Ekonomika i predprinimatel'stvo [Economy and entrepreneurship]. – № 8. – P. 263-266. (In Russ.)