

УДК 34 DOI: 10.14451/2.196.19

# Генезис методов принятия инвестиционных решений на фондовом рынке

© 2024 Коновалова Мария Евгеньевна

Доктор экономических наук, профессор, директор института национальной и мировой экономики. Самарский государственный экономический университет, Самара, Россия.

E-mail: mkonoval@mail.ru

© 2024 Жиронкин Сергей Александрович

Доктор экономических наук, профессор, заместитель директора института экономики и управления. Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева, Кемерово, Россия.

E-mail: zhironkin@mail.ru

**Ключевые слова:** инвестиции, инвестиционные решения, ценные бумаги, генезис, фондовый рынок, эволюция, хозяйствующие субъекты.

В статье рассмотрены ключевые положения инвестиционной теории применительно к фондовому рынку. Авторами показывается генезис процесса принятия инвестиционных решений в различных системах. Выявлены ключевые факторы, способствующие принятию наиболее оптимальных инвестиционных решений на фондовом рынке. Авторами обосновано положение, согласно которому эволюция инвестиционного поведения хозяйствующих субъектов детерминирована эндогенными и экзогенными факторами, оказывающими существенное влияние на их заинтересованность в осуществлении инвестиционных вложений.

В центре внимания данной работы ставится проблема формирования оптимального инвестиционного портфеля частными инвесторами в России. Для того чтобы объективно проанализировать принятие инвестиционных решений сегодня, важно ретроспективно рассмотреть развитие методов и технических приемов, позволяющих розничным неквалифицированным инвесторам принимать такие решения на рынке.

Интенсивность и характер изменений в принятии инвестиционных решений частными инвесторами формировались под влиянием таких переменных, как:

- обширный массив информации о финансовом рынке;
- субъективные представления розничных инвесторов о том, как функционирует алгоритм выбора объекта инвестиций.

Если говорить о том, как частный инвестор может принимать решения на фондовом рынке, то стоит обратить внимание на дуалистическую взаимосвязь, которая как раз характеризует данный процесс. Эта взаимосвязь образовывается между информацией и отдельными алгоритмами выбора частного инвестора [1], поэтому с точки зрения экономической теории, исследовать дан-

ную проблему стоит с позиции поведенческих финансов. Розничный инвестор, когда видит альтернативы, анализирует всю доступную ему информацию, которая циркулирует на рынке. Если смотреть по-иному на процесс принятия инвестиционных решений, то стоит отметить, что тут реализуется уже существующий алгоритм. Этот алгоритм упорядочивает всю полученную информацию так, что конечное решение должно быть оптимальным для частного инвестора. Сама информация, которая имеется на рынке, алгоритмы работы с ней меняются со временем. Здесь особенный момент в том, что изменения не носили никогда синхронного характера, поэтому такие факторы оказали влияние на принятие инвестиционного решения розничными инвесторами [6].

Говоря об исторической парадигме принятия инвестиционных решений, стоит отметить мощный импульс, положивший начало в изменении этого процесса. Таким импульсом оказался финансовый кризис в США в 1929–1930 годах. В этот период и сразу после него на протяжении десяти лет в США были приняты законы, поменявшие принципы доступа к информации для частных розничных инвесторов. У массового инвестора появилось больше вариантов, чтобы проверить ее достоверность и доступность. Это произошло благодаря следующим изменениям:

- публичные компании стали достоверно информировать инвесторов о своем бизнесе, раскрывать всю доступную информацию и предупреждать о рисках, связанных с инвестированием в конкретные бумаги;
- профессиональные участники теперь должны относиться к инвесторам честно, ставя в первую очередь их интересы.

В 1934 году в США была создана SEC. Ее главная задача как раз состояла в повышении информационной прозрачности и защите интересов розничных инвесторов. Все заинтересованные лица получили доступ к информации, это позволило более широко оценивать риски и давать оценку альтернативам инвестиционного выбора. Благодаря таким изменениям был создан новый

метод принятия инвестиционных решений – фундаментальный анализ. Начало ему как теории положили труды Б. Грэма и Д. Додда [4]. По их мнению, фундаментальный анализ как вариант принятия инвестиционного решения сводится к изучению финансового состояния эмитента, анализу конъюнктуры рынка и состояния экономики. Уже в 1940-х годах рынок ценных бумаг в США и в других развитых на тот момент экономиках стал играть главную роль в процессе привлечения средств розничных инвесторов. Экспоненциальный рост числа инструментов на фондовом рынке усложнил инвестиционный выбор частных инвесторов. Предложение по решению данной задачи исходило от американского ученого Гарри Марковица – «Теория портфельного инвестирования». Данная теория впервые предложила математическое обоснование оптимальному построению инвестиционного портфеля. Ключевым достижением Г. Марковица в генезисе принятия инвестиционных решений на фондовом рынке стали изыскания с позиции ретроспективного анализа. Он сформулировал ограничения принятия инвестиционного решения с позиции риска и доходности, нахождение математического оптимума. Портфельная теория Г. Марковица была расширена в трудах Я. Моссина, У. Шарпа и Д. Линтера. В своих научных трудах эти ученые ввели дополнительные критерии принятия решений в инвестициях, они сделали задачу выбора инвестиционного портфеля более многогранной [3].

Далее перейдем к следующему этапу генезиса принятия инвестиционных решений на финансовом рынке. Принятие решения опирается в этом случае на то, что финансовый рынок является эффективным (Модель эффективного рынка ЕМН). Первые зачатки научных трудов в экономической теории в данном направлении были предприняты в начале XX века экономистом Лиу де Башелье, но современная формулировка ЕМН была выдвинута в виде гипотезы Ю. Фамой. Рынок может быть эффективным в случае его быстрой адаптации к новым информационным реалиям. Такая гипотеза опирается на перечень аксиоматических положений:

- инвестор делает свой выбор рационально (в случае принятия риска инвестором он компенсируется высокой доходностью).
- рынок меняется случайным образом, из-за этого применять фундаментальные и технические методы анализа не всегда имеет смысл (все участники рынка имеют одинаковую возможность доступа к информации, скорость получения всеми участниками такой информации одинакова).

Данные аксиоматических положений были подвергнуты критике в последующих трудах, посвященных указанной тематике, хотя их опровергнуть полностью не представлялось возможным.

Д. Канеманом и А. Тверски было доказано, что в основе предпочтения инвестора лежит вероятность наиболее гарантированного результата сценария [2]. Противоречивость выбора инвестора заключается в том, что наиболее ожидаемый результат связан с получением большей прибыли. Отсюда следует, что выбор инвестиционных предпочтений может быть осуществлен против ключевого принципа рационального подхода, а именно максимизации полезности, которая была создана Г. Марковицем. В научных трудах Канеманом и Тверски была сформулирована альтернативная теория выбора, аргументами функции стоимости в которой являлись выигрыши и проигрыши, нежели благосостояние в привычном понимании. Практическая значимость изучения теории перспектив заключается в улучшении традиционных методов принятия решений на рынке ценных бумаг, их корректировке. При применении теории перспектив растет прогнозная точность. Вместе с тем стоит отметить недостаток применения теории перспектив – слабая проработанность методологической базы. Она не всегда дает возможность осуществить трансформацию неопределенности и конкретные статистические данные и верно определить существующий уровень риска, сложность практического применения данной теории связана с тем, что каждый инвестор имеет персонифицированное отношение к успеху или неудаче на фондовом рынке. Он индивиду-

ально оценивает вероятность наступления того или иного события, такая субъективность имеет серьезные препятствия.

Рассмотрим теорию «Случайных блужданий». Она является следствием работы статистического анализа большого числа данных рынка. В ее основе лежит постулат о том, что цены на бирже не подчиняются экономическим законам, их изменение носит хаотичный характер. Сформулирована теория Полом Самуэльсоном в 1965 году. Так, если на рынке присутствует совершенная конкуренция, то изменение цен должно меняться согласно модели случайного блуждания, справедливая стоимость, являющаяся истинной, имеется только в теории. Практический аспект состоит в том, что существующая цена в конкретный момент времени полностью отражает в себе действительную стоимость актива [5].

Особый интерес в рамках генезиса принятия инвестиционных решений на финансовом рынке представляет «Шумовая теория Блэка». Ее развитие связано с продолжением теории «об иррациональном подходе к торговле». Данная теория появилась в работе Фишера Блэка. Основная идея состоит в том, что инвесторы, принимая решения на рынке, доверяют не фактам, а слухам, инвестиционным предпочтениям других людей, конечным мнениям. Торговлю на основе этих факторов Ф. Блэк характеризовал как «шумовую торговлю». Им было сформулировано, что рынок в реальности не будет оставаться эффективным, на нем нет справедливой стоимости финансового инструмента, так как на рынке имеется много «шума». «Шум» дает возможность существовать самим фондовым рынкам. Получается, если инвесторы принимают решения, основываясь на иррациональной информации, то у других инвесторов, которые свои решения аргументируют рациональным началом, появляются возможности заработать. Если иррациональных инвесторов будет слишком много, согласно шумовой теории Ф. Блэка, будут происходить существенные отклонения рыночных цен от справедливых стоимостных значений [7].

**Таблица 1.** Комплексное сопоставление принятия инвестиционных решений с исторической периодизацией.

Рыночная информация	Варианты (алгоритмы) принятия решений на рынке ценных бумаг			
	Интуитивный поиск	Логический поиск	Оптимизация	Субоптимальный
Цена	Рутинные 1747–1880	Технический анализ 1880–1930	Неоклассический анализ	Теория транзакционных издержек
Цена и данные публичной отчетности	–	Фундаментальный анализ 1930–1950	Портфельная теория Марковица 1950–1965 гг.	Теория арбитражного ценообразования
Переходное состояние в концепции поведения инвестора	–	Событийный и ситуативный анализ	Гипотеза эффективного рынка EMH 1960–1980 гг.	Гипотеза фрактального рынка
Поведение инвесторов, цена и публичная отчетность конкретного эмитента	–	–	Теория поведенческих финансов 1980–1990 гг.	Теория рефлексивности Сороса

Источник: составлено автором.

Обобщая рассмотренные теории, можно сказать, что с изменениями на рынке менялись и подходы инвесторов к принятию инвестиционных решений. Инвесторы всегда находились в поиске новых возможностей, они меняли свои запросы и методологию поиска оптимального решения. В таблице 1 представлен обобщенный генезис методов, позволяющих принимать инвестиционные решения на рынке ценных бумаг.

Использование такого сопоставления дает возможность определить основные временные этапы в доминировании тех или иных методов принятия инвестиционных решений. Также благодаря такой классификации с помощью наглядной периодизации становится возможным выделить критические интервалы и качественные переходы от одной практики принятия решений к другой.

### Библиографический список

1. Володин С. Н. Анализ применимости гипотезы эффективного рынка для моделирования динамики цен.. – URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/69737786> (дата обр. 01.06.2024).
2. Галустян М. Ж. Формирование портфеля независимым частным инвестором на российском фондовом рынке : дис. ... канд. экономических наук : 08.00.10 / Галустян Микаел Жирайрович.. – Тула, 2022.
3. Коваленко Е. А. Теория поведенческих финансов и её применение к прогнозированию доходности финансовых активов.. – URL: <http://ismme.esrae.ru/pdf/2012/5/326.pdf> (дата обр. 01.06.2024).
4. Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда.. – М. : Олимп Бизнес, 2000.. – 605 с.
5. Кузьмина О. Ю., Шарафуллина Р. Р. Поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях // Креативная экономика.. – 2023.. – Т. 17, № 11.. – С. 4197–4212.
6. Нельсон Р., Уинтер С. Эволюционная теория экономических изменений.. – М., 2000.. – 354 с.
7. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В.. Инвестиции : пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2019.. – 1027 с.