

## РЕАЛИЗАЦИЯ ПРОГРАММЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ: НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ

Е.В. Семенкова, К.Е. Калинкина

Елена Вадимовна Семенкова\* (ORCID 0000-0002-2062-3366), Кира Евгеньевна Калинкина (ORCID 0000-0002-8808-7280)

Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Стремянный переулок, 36, Москва, 117997, Россия

E-mail: vadimovna1231955@mail.ru\*, kalinkina@expertsovet.com

*Одна из главных проблем, от успешного решения которой зависит достижение поставленной Президентом РФ В.В. Путиным амбициозной задачи удвоения капитализации российского фондового рынка, - формирование рынка IPO отечественных компаний. В связи с этим особенно актуальным является разработка механизмов эффективного функционирования первичного рынка. Понимание психологии инвестора, использование устойчивых поведенческих эффектов для релокации сбережений со вкладов на рынок первичных размещений требует теоретического осмысления современных аспектов поведенческих финансов.*

*Влияющие на отечественный фондовый рынок санкции, невысокая ликвидность рынка акций в России, скачкообразный рост ключевой процентной ставки, устанавливаемой мегарегулятором влияют на трансформацию поведенческих эффектов и психологию инвесторов. В результате традиционные подходы к анализу процессов инвестирования, принятые в зарубежной практике, оказываются нерезультативными. Динамика индикаторов фондового рынка свидетельствуют о том, что российский рынок волатилен, а индекс Мосбиржи время от времени тестирует значение 3200. С одной стороны, это сигнал для перехода к стратегии стоимостного инвестирования, если помещать деньги в бумаги на длительный срок. С другой стороны, сформировавшиеся на рынке спекулятивные подходы приводят к поведенческим аномалиям, знание которых необходимо прежде всего эмитентам, задача которых разместить акции в процессе IPO по цене, не ниже их внутренней стоимости.*

*Используя поведенческие аномалии, корпорации строят свою корпоративную стратегию на фондовом рынке и добиваются успеха. Для этого необходимо выявить актуальные поведенческие аномалии и использовать их при построении корпоративной стратегии привлечения финансовых ресурсов для инвестиций и развития отечественных корпораций на фондовом рынке.*

**Ключевые слова:** фондовый рынок, первичное размещение (IPO), поведенческие финансы, реаллокация сбережений.

## IMPLEMENTATION OF THE STOCK MARKET DEVELOPMENT PROGRAM IN RUSSIA: SOME ISSUES AND WAYS TO ADDRESS THEM

E.V. Semenkova, K.E. Kalinkina

Elena V. Semenkova (ORCID 0000-0002-2062-3366), Kira E. Kalinkina (ORCID 0000-0002-8808-7280)

Russian Economic University named after G.V. Plekhanov, Stremyanny Lane, 36, Moscow, 117997, Russia

E-mail: vadimovna1231955@mail.ru\*, kalinkina@expertsovet.com

*One of the key challenges, the successful resolution of which determines the achievement of the ambitious goal set by Russian President V.V. Putin to double the capitalization of the Russian stock market, is the development of an IPO market for domestic companies. In this context, it is especially important to create mechanisms for the efficient functioning of the primary market. Understanding investor psychology and using sustainable behavioral effects to reallocate savings from deposits to the savings from deposits to the primary issuance market requires a theoretical exploration of modern aspects of behavioral finance.*

*Sanctions affecting the domestic stock market, the relatively low liquidity of the Russian stock market, and the rapid increase in the key interest rate set by the mega-regulator influence the transformation of behavioral effects and investor psychology. As a result, traditional approaches to analyzing investment processes, commonly used in foreign practices, prove ineffective. The dynamics of stock market indicators highlight the volatility of the Russian market, with the MOEX Index periodically testing the 3200 level. On the one hand, this signals an opportunity to adopt a value investing strategy if capital is committed to securities for the long term. On the other hand, prevailing speculative approaches in the market lead to behavioral anomalies, the understanding of which is crucial for issuers aiming to price shares during IPOs at or above their intrinsic value.*

*By leveraging behavioral anomalies, corporations shape their stock market strategy and often achieve success. To do this, it is essential to identify relevant behavioral anomalies and incorporate them into corporate strategies for attracting financial resources for investment and development of domestic companies in the stock market.*

**Keywords:** stock market, initial public offering (IPO), behavioral finance, reallocation of savings.

**Для цитирования:**

Семенкова Е.В., Калинин К.Е. Реализация программы развития фондового рынка в России: некоторые проблемы и пути их решения. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2025. № 02(64). С. 13-22. DOI: 10.6060/ivecofin.2025642.717

**For citation:**

Semenkova E.V., Kalinkina K.E. Implementation of the stock market development program in Russia: some issues and ways to address them. *Ivecofin*. 2025. N 02(64). P. 13-22. DOI: 10.6060/ivecofin.2025642.717 (in Russian)

## ВВЕДЕНИЕ

На пороге долгового кризиса в секторе корпоративного рыночного кредитования стоит задача увеличения капитализации отечественного фондового рынка в течении предстоящих пяти лет до 66% от ВВП. Кризис на фондовом рынке – это не только реальные и виртуальные потери, но и новые возможности создания механизмов инвестирования в российский бизнес. В поисках новых инвестиционных идей и стратегий привлечения средств финансирования российских предприятий, Минфин РФ предлагает увеличение доли инвестиционных продуктов в сбережениях граждан, доли средств в паевых инвестиционных фондах и доверительном управлении, дальнейшее совершенствование индивидуальных инвестиционных счетов и т.д. [1 – 3].

Возникает вопрос о побудительных мотивах реаллокации наличных средств и депозитов населения в инструменты фондового рынка. С точки зрения инвестиционного анализа основной мотивацией может быть обеспечение ликвидности вложений, так как существующие инструменты сбережений, в частности банковские вклады, хотя и нельзя характеризовать как полностью безрисковые, но тем не менее у крупных банков достаточно надежны. В условиях уже сформировавшегося тренда роста ключевой ставки, ставки по депозитам повторяют эту тенденцию и превышают 20% уровень. Поэтому отток средств из депозитов в инструменты фондового рынка, может быть связан со спекулятивно-

краткосрочными операциями в отдельных сегментах фондового рынка, а не с реально функционирующим механизмом перелива сбережений в инвестиции растущих, инновационных, высокотехнологических компаний. В этих условиях реализовать постулат теории Дж. М. Кейнса «накачивать деньгами темпы экономического роста», используя инструменты и механизмы фондового рынка, может оказаться недейственным из-за неэффективной структуры инвестиций. В настоящее время высокие процентные ставки на финансовом рынке формируют актуальную реальность в поведении инвесторов – спекулятивные инвестиции более привлекательное соотношение риск/доход, чем инвестиции в реальный сектор экономики [4 – 6].

Решению задач развития фондового рынка в России, на наш взгляд, должен предшествовать анализ поведенческих аномалий, характерных для отечественных инвесторов на современном этапе, и изучение психологии российского рынка акций. Опираясь только на фундаментальный анализ сравнения альтернатив инвестирования на отечественном финансовом рынке в реалиях 2024 г., трудновыполнимой оказывается задача роста инвестиционных продуктов в сбережениях населения РФ с 38,8% в 2023 г. до 40% в базовом и 38% в консервативном сценарии к 2030 г. Еще менее выполнимой представляется цель увеличения совокупного объема средств по программам долгосрочного сбережения и на индивидуальный инвестиционный счет (ИИС) до

2 трлн руб. в консервативном сценарии и до 2,7 трлн руб. – в базовом [6 – 9]. Однако, на наш взгляд, целесообразно проанализировать эффективность воздействия, направленного на изменение контекста инвестиционного решения в силу существующих на рынке поведенческих аномалий, обозначаемого как «подталкивание» (nudge) в работах Р. Талера и К. Санстейна [1, 7 – 9].

Поведенческие эффекты на отечественном фондовом рынке в ходе его трансформации за последние три года претерпели значительные изменения. Их анализ и актуализация необходима для повышения эффективности процесса реаллокации активов из сбережений в инвестиции на основе использования инструментов и механизмов фондового рынка [10].

#### МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Для решения этой проблемы были использованы такие методы научного исследования, как ретроспективный анализ, статистика, систематизация, классификация.

Прежде всего были определены факторы, воздействие которых повлияло на изменение поведенческих эффектов на отечественном фондовом рынке в ходе его трансформации за последние три года [11 – 13]. По мнению авторов, можно выделить следующие:

- Массовый уход зарубежных институциональных и индивидуальных инвесторов с российского фондового рынка и ослабление воздействия устоявшейся концепции присущих им поведенческих аномалий на психологию инвесторов на отечественном рынке;
- Блокировка российских финансовых активов на зарубежных рынках и активизация отечественных инвесторов, реализующих поведенческие отклонения на основе присущего им опыта инвестирования на фондовом рынке РФ;
- Высокая волатильность фондового рынка, затрудняющая принятие рациональных решений эмоциональными и профессионально неподготовленными индивидуальными инвесторами.
- Высокая ключевая ставка и сформировавшийся в соответствии с ее движением «бычий тренд» на неопределенный период времени.

Жесткая финансовая дисциплина в отношении нерезидентов, продающих бизнес в РФ связана с установлением дисконта на цену продаваемых активов, поэтому в доходы федерального бюджета перечисляется доля государства по статье «Безвозмездные поступления от негосударственных организаций», которые по итогам прошлого года составили 116,5 млрд руб. и до середины марта текущего года было собрано еще 35,7 млрд руб. [2, 10]. При этом проявился устойчивый поведенческий эффект – нечувствительность к

риску в ситуациях сильных потерь, так как иностранная компания должна реализовать свои акции со скидкой минимум в 50% стоимости актива и уплатой в бюджет не менее 10% от стоимости сделки. Уход крупных институциональных инвесторов, в основном иностранных, изменил структуру торгового оборота – 80% в торговле акциями стали занимать розничные инвесторы [12, 14]. Этот процесс осуществлялся в условиях определенных ограничений – новые владельцы иностранных компаний, ушедших с российского фондового рынка, будут обязаны разместить 20% акций компании через процедуру IPO на российской фондовой бирже. В тоже время решение России использовать доходы от замороженных активов иностранных инвесторов, принятое в ноябре 2024 г. может означать приток ликвидности на отечественный фондовый рынок.

Блокировка российских финансовых активов на зарубежных рынках приводит к нецелесообразности учитывать поведенческие отклонения характерные для развитого рынка ценных бумаг. К ним, например, относится эффект января, который можно охарактеризовать как аномалию роста цен на акции в январе без фундаментальных причин [15 – 17].

Преобладание отечественных инвесторов, реализующих поведенческие отклонения на основе присущего им опыта инвестирования на фондовом рынке РФ разрушает парадигму фундаментального подхода к инвестиционному анализу на рынке акций и усиливает традиционные для отечественных инвесторов поведенческие эффекты. Нереализованные ожидания мешают инвесторам исследовать реальные риски или причины движения цен акций. В этих условиях позитивные рекомендации по привлечению инвесторов могут иметь в лучшем случае отложенный эффект, так как блокировка активов заставляет высоко оценивать риски будущих инвестиционных рекомендаций.

И прежде всего следует отметить, что рынок не только по-прежнему иррационален, но и его иррациональность приводит к высокой волатильности. Например, на фоне падающего рынка весть о победе Трампа на президентских выборах привела 07.11.2024 к значительному гэпу вверх, что можно объяснить только эмоциональным восприятием этого события, так как реализуемые им планы по снижению цены на нефть с точки зрения фундаментального анализа негативно повлияют на динамику отечественного фондового рынка. Это свидетельствует о том, что работа на волатильном и турбулентном рынке провоцирует даже опытных инвесторов на иррациональное поведение-совершать необдуманные сделки в страхе упустить прибыль.

Так, в мае 2024 г. значение основного индикатора отечественного фондового рынка – индекса Мосбиржи впервые с февраля 2022 г. преодолело порог в 3500 пунктов, а в конце ноября 2024 г. – 2400 пунктов. Подобная динамика свидетельствует, что оценка геополитической премии за риск опирается не на фундаментальные параметры, а на восприятие риска инвесторами. В теории поведенческих финансов известен устойчивый поведенческий эффект – оптимистическое отклонение, которое заставляет инвестора действовать в парадигме – мои действия снижают риск, в отношении моих инвестиций риск обладает низкой частотностью, а отсутствию опыта инвестирования в условиях постоянно растущей ключевой ставки не приводит к увеличению риска.

Под влиянием опыта инвестирования на отечественном фондовом рынке оптимистическое

отклонение инвесторов трансформируются в пессимистическое отклонение, приводящее к склонности переоценивать риски.

Высокая ключевая ставка, устанавливаемая ЦБ РФ, ограничивает инвестиционные возможности фондового рынка в России, так как выполнение функции перелива сбережений в инвестиции требует наличие привлекательных инструментов, а также грамотного ИР. При высокой и постоянно растущей ключевой ставке таких альтернатив инвестирования на российском фондовом рынке не остается. Многие российские компании в период низкой ключевой ставки (например, 4,25% в 2020 г.) используя относительно дешевые заемные ресурсы, значительно нарастили свой кредитный портфель, используя для развития бизнеса банковские кредиты и выпуск облигаций на долговом рынке.



**Рисунок 1. Динамика ключевой ставки Банка России 2014-2024 гг. [18]**

**Figure 1. Dynamics of the Bank of Russia Key Rate, 2014-2024 [18]**

Санкции, скачкообразный рост ключевой процентной ставки, устанавливаемой мегарегулятором, ухудшении внешнеэкономической ситуации – эти и другие причины привели к тому, что окно дешевого кредитования для российских компаний фактически закрылось, а ставки по заемным средствам продолжали расти, так же, как и требования к заемщику. Аномальный объем размещения в январе 2025 г. на сумму 459,2 млрд рублей объясняется, на наш взгляд, двумя фундаментальными

причинами. Во-первых, необходимостью рефинансирования погашенного долга, объем погашения облигаций, ранее выпущенных эмитентом также в этот период, был рекордным. Второй причиной является величина спреда к ключевой ставке. Анализ показал, что по надежным заемщикам на рынке облигаций он составлял 2-3 пп., тогда как на рынке банковского кредитования – 6-7 пп.

Таким образом, последствия увеличения процентных ставок пока еще не реализовались в корпоративных стратегиях эмитента, так как

долги приносят только тогда серьезные риски в финансовую деятельность компании, когда их нельзя рефинансировать. Тем не менее некоторые российские компании стоят на пороге долгового кризиса с высокими уровнями финансового левериджа и проблемами по дальнейшему рефинансированию своего долга. Поэтому не только правомерна, но и объективна необходима поставленная задача выхода компаний на рынок первичных размещений с целью увеличить долю собственного капитала в его структуре.

К увеличению собственного капитала путем размещения акций на биржевом рынке (РО) компания прибегает тогда, когда акции стоят дорого, во всяком случае не ниже их справедливой

стоимости. С этой целью необходимо воздействовать на поведение инвестора, увеличив его интерес к приобретению акций на первичном рынке.

Анализ динамики индекса Московской биржи свидетельствует не только о его высокой волатильности, но и потенциалах роста. В начале февраля 2025 г. он впервые с июля 2024 г. достиг отметки в 3000 пунктов. При этом он остается по основному мультипликатору P/E более чем на треть недооцененным (4x) даже по отношению к его средне историческому значению (6,1x).

Один из драйверов привлечения инвесторов – рост дивидендной доходности, которая стабилизировалась на уровне 9,3%



**Рисунок 2. Динамика индекса Московской биржи [19]**  
**Figure 2. Dynamics of the Moscow Exchange Index [19]**

Таким образом, есть достаточно много причин, по которым конкуренция среди эмитентов за средства инвесторов на рынке IPO будет расти. Однако, несмотря на жесткие условия, многие российские компании не имеют других источников финансирования, кроме использования рынка IPO и стремятся провести размещение своих акций, чтобы привлечь дополнительные средства, повысить капитализацию своей компании, ликвидность собственных акций, а также снизить уровень финансового рычага, оптимизировав структуру капитала [11 – 13].

Совокупное влияние проанализированных факторов на поведенческие аномалии в принятии финансовых решений не позволяет в актуальной рыночной ситуации инвесторам и эмитентам принимать текущие цены на фондовом рынке такими, какие они есть, считая их истинными. Инвесторы как правило сосредоточены на краткосрочных колебаниях цен акций на бирже и гораздо меньше обращают внимание на их фунда-

ментальную оценку. К тому же усиливается фактор асимметричности информации, поступление которой на рынок зачастую ограничен. Поэтому менеджмент всегда лучше, чем инвесторы и прочие внешние контрагенты, осведомлен о реальном положении дел эмитента, перспективах его развития, рисках и т.д. В результате асимметричность информации существенно влияет на процессы ценообразования на фондовом рынке, усиливая поведенческую аномалию, известную как «стадное поведение». После того как в декабре 2024 г. ключевая ставка осталась на прежнем уровне, в то время как аналитики предрекали ее рост на 2 и более процентов «стадное поведение» инвесторов, которым захотелось предновогоднего ралли привело к росту котировок цен акций без фундаментальных причин. Более того «стадное поведение» не учитывало факторы фундаментального характера – санкции, связанные с блокировкой счетов «Газпромбанка» и т.д.

Это приводит к ошибкам в оценке вероятностей и величины исходов. Часто инвестор предполагает, что его когнитивные способности выше, чем у инвестирующей публики и он способен переиграть рынок. Это позволяет не погружаться в глубины инвестиционного анализа, исследуя степень переоцененности продаваемой акции, а также реальные риски или причины, по которым следует покупать акцию, существенно выше ее инвестиционной стоимости. К эмитентам таких акций, например, относятся компании IT-сектора

- «Астра», «Диасофт», «Софтлайн», «Positive Technologies». Будучи переоцененными, считают инвесторы, они могут и дальше увеличивать свою капитализацию, занимаясь импортозамещением. И инвесторы готовы рисковать в расчете на будущую прибыль. Напротив, оценивая компании по фундаментальным характеристикам, таким как способность компании генерировать устойчивую прибыль, долговая нагрузка, прибыльность и т.д., иные инвесторы предлагают рейтинг инвестиционной привлекательности (рис.3).

Эмитент	Место в рейтинге	Оценка
Россети Центр и Приволжье	1	Позитивно
Татнефть ао	2	Позитивно
Татнефть ап	3	Позитивно
Пермэнергосбыт ао	4	Позитивно
Пермэнергосбыт ап	5	Позитивно
Интер РАО	6	Позитивно
Таттелеком	7	Позитивно
Газпромнефть	8	Позитивно
НКХП	9	Нейтрально
Магнит	10	Нейтрально
Черкизово	11	Нейтрально
МТС	12	Негативно

Рисунок 3. Рейтинг инвестиционной привлекательности [15]

Figure 3. Investment Attractiveness Rating [15]

При этом существует и традиционный набор поведенческих аномалий для российского инвестора, которые связаны с переходом от фундаментального анализа к эвристическому анализу. В процессе такого анализа снижается вероятность риска поскольку инвестор уверен, что он уже неоднократно сталкивался с подобной ситуацией на российском рынке, так как кризисов было много. Вторым ментальным восприятием рациональной ситуации является убежденность инвестора, что его действия снижают риск и даже отсутствие опыта не приводит к его увеличению [20 – 21].

Следует помнить, что ни один профессиональный инвестор или фундаментальный аналитик не могут быть правы 100% времени и при всех рекомендациях.

Однако, если в отношении инвесторов проведено достаточно много исследований, то поведение эмитентов в условиях поставленной задачи повышения капитализации российского фондового рынка путем ежегодного размещения акций компаний на российской бирже, требует

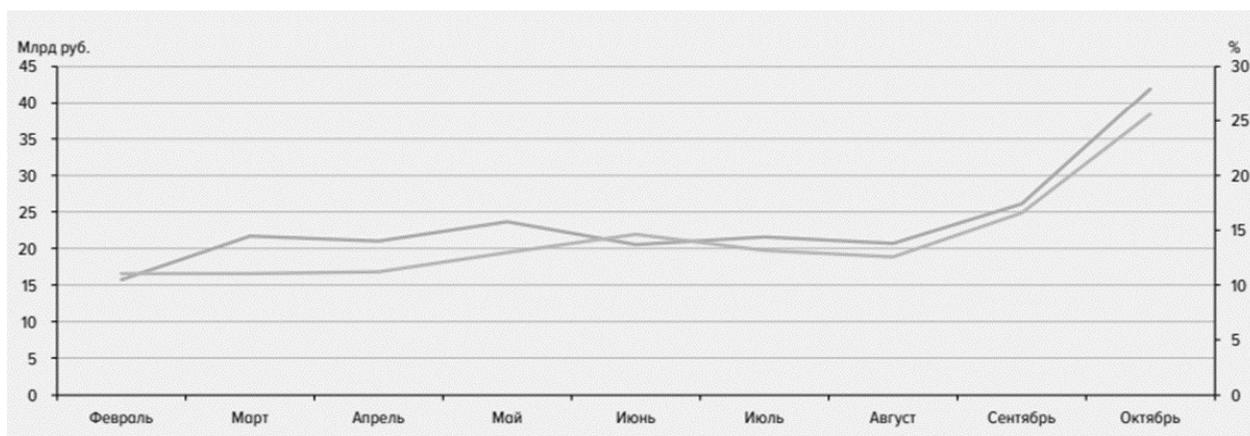
изучения. По предварительному плану Минфина РФ, такие размещения будут проводиться в 2025-2030 гг. и среди госкомпаний с государственным участием (подготовленный список включает 30 компаний с долей государства более 50%). За этот период предполагается проводить по двадцать IPO в год общей капитализацией 4,5 трлн рублей.

Это предполагает переток ликвидности с рынка облигаций на рынок акций. В 2024 г. тенденция была прямо противоположной. Об этом свидетельствует анализ движения капитала на рынке из акций в облигации и ПИФы (рис.4).

Проделанный ретроспективный анализ позволяет сделать вывод о том, что активность IPO имеет волнообразный характер. Волна формируется в период высокой конъюнктуры, когда рынок «перегрет» и высокие цены на акции позволяет реализовать акционерный капитал с премией. С точки зрения рационального поведения эмитенты могут откладывать размещение, если считают, что в данный момент рынок может недо-

оценить их акции. С другой стороны, на волне оптимизма инвесторов некоторые эмитенты, которые при других условиях не стали бы выходить с предложением своих акций на рынок, могут пытаться воспользоваться открывшимся «окном возможностей». В настоящее время на фондовом рынке РФ именно такая ситуация сформировала настоящую аномалию. Ряд компаний такие как «Астра», «Позитив», «ВУШ», «Делимобиль» и т.д. размещали свои акции на российской бирже с очень высокими мультипликаторами, анализ которых свидетельствует об их переоцененности. Например, по сравнению с Lyft, американским

сервисом такси, «ВУШ» на момент размещения был переоценен в два с половиной раза, а «Делимобиль» – в три раза. С учетом рыночной конъюнктуры долгового рынка и высокой ключевой ставки, можно объяснить выявленную поведенческую аномалию психологией отечественных инвесторов, рассматривающих механизм IPO как эффективную спекулятивную операцию. Возникает вопрос – позволит ли использование этой поведенческой аномалии систематически размещать акции новых выпусков на биржевом рынке гораздо выше их инвестиционной стоимости?



**Рисунок 4. Объем перетока денежных средств из акций в облигации и ПИФ денежного рынка [20]**  
**Figure 4. Volume of Cash Flow from Stocks to Bonds and Money Market Mutual Funds [20]**

Поведенческие аномалии трансформируются под влиянием изменения информационной структуры рынка акций. Традиционно информационная структура отечественного рынка акций, базирующаяся на получении множественной рациональной и иррациональной информации преимущественно на краткосрочных временных горизонтах и вызывающих нелинейную реакцию инвесторов со множеством поведенческих эффектов, была связана со спекулятивным характером операций, преобладающих на фондовом рынке в России. В современных условиях роста ключевой ставки, усиления санкционного давления на российский финансовый сектор, незатухающей инфляции, спекулятивные операции становятся доминирующими на фондовом рынке. Естественным следствием этого процесса является трансформация поведенческих эффектов у иррациональных инвесторов, торгующих на разных инвестиционных горизонтах.

Используя постулаты концепции ограниченной рациональности, которая объясняет побудительные мотивы замены критерия максимизации на критерий удовлетворительности, можно

прогнозировать, что использование ЦФА для размещения ценных бумаг эмитента будет именно той технологией, которая потребуется в предстоящих размещениях. Формирование этого сегмента финансового рынка в России – на конец октября 2024 г. количество выпусков превысило 800 с объемом 450 млрд. руб., осуществляется и институционально. К десяти операторам систем ЦФА, зафиксированных в реестре ЦБ РФ добавился еще один – «ВТБ Капитал Трейдинг». Продать акции выше их истинной стоимости на первичном размещении можно «упаковав их в красивую обертку» – ЦФА. Исследование фундаментальных характеристик акций – и выяснение степени их переоценки и основе этого принятие абсолютно рационального решения в случае выпуска акций в форме ЦФА еще менее осуществимо, чем при проведении IPO на бирже [3, 17]. При этом существует и традиционный набор поведенческих аномалий для российского инвестора, которые связаны с переходом от фундаментального анализа к эвристическому анализу. В процессе такого анализа снижается вероятность риска поскольку инвестор уве-

рен, что он уже неоднократно сталкивался с подобной ситуацией на российском рынке, так как кризисов было много. Вторым ментальным восприятием рациональной ситуации является убежденность инвестора, что его действия снижают риск и даже отсутствие опыта не приводит к его увеличению. Это приводит к ошибкам в оценке вероятностей и величины исходов.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ И ДИСКУССИЯ

На рынке всегда существовали поведенческие аномалии, которые традиционные теории в области инвестирования были не в состоянии объяснить. Трансформации рынка в целом, и фондового рынка в частности в эпоху противостояния экономик в результате реализации геополитических рисков, по нашему мнению, усилили как асимметрии рынка, так и поведенческие аномалии. Если обратиться к истокам этой отрасли экономических знаний, то работы ученых Д. Канемана и А. Тверски в 1970-х стали основой для новой парадигмы в финансах, называемой поведенческими финансами. В работе «Теория перспектив: анализ решений в условиях риска» эти нобелевские лауреаты доказали, что потери воспринимаются инвестором гораздо сильнее, чем выигрыши [4], назвав это аномальное с математической точки зрения поведение - loss aversion, или отвращение потерь. Это положило основу для оценки акций на фондовом рынке с учетом иррационального поведения инвесторов.

Формирование и развитие финансового рынка в России потребовало изучения концепции поведенческих финансов во всем многообразии поведенческих аномалий на фондовом рынке. Рудык Н.Б. в книге «Поведенческие финансы или между страхом алчностью» отразил мнение зарубежных ученых по поводу теоретических основ поведенческих финансов для российских читателей. Также Рудык Н.Б. воспроизводит мнение о том, что менеджеры «будут демонстрировать принятие риска только тогда, когда альтернативы будут сформулированы в терминах «чистых» финансовых убытков [5]. Поведенческие финансы ставят цель дополнить традиционные финансовые теории когнитивной психологией для того, чтобы построить более полноценную модель человеческого поведения в процессе принятия инвестиционного решения. Квалифицированные инвесторы также подвержены поведенческим мотивам, однако они при совершении сделок учитывают границы эмоций в трейдинге, и при построении торговых систем не смешивают эмоции с ре-

альным инвестированием. Понимание иррационального поведения других участников рынка и использование выгоды от этого должно, по нашему мнению, основываться на анализе преобладающих на рынке поведенческих аномалий. С точки зрения эмитента важна количественная оценка поведенческой составляющей, так как от ее размера будет зависеть возможная цена, по которой его акции будут предлагаться на первичном рынке в процессе IPO.

М. Статман впервые описал поведенческую модель рынков капитала (behavioral CAPM), которая включала не только объективные факторы, как риск, но и субъективные характеристики, например, негативное влияние табака, религиозные предпочтения, или положительное влияние престижных компаний [2]. В своей поведенческой CAPM модели М. Статман показал, что оценка риска инвестором отражает субъективный риск, и обобщил, что объективный риск измеряется бета-коэффициентом, а субъективный риск – аффектом. М. Статман предложил включать в модель CAPM поведенческие аспекты инвестора и разработал поведенческую модель рынков капитала (behavioral CAPM), которая включала не только объективные факторы, как риск, но и субъективные характеристики, например, негативное влияние табака, религиозные предпочтения, или положительное влияние престижных компаний.

Процесс оценки акций компаний для определения цены предложения при их первичном размещении гораздо сложнее обычного инвестиционного анализа. Тем не менее ЦБ РФ считает, что для инвестора важно знать справедливую стоимость акций тех эмитентов, которые выходят на рынок IPO. Проводя road-show, российские компании не демонстрируют ни методику, ни результат расчета справедливой стоимости своих акций, что порождает информационные асимметрии и усиливает поведенческие аномалии. В обновленной версии проекта «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 г. и период 2026 и 2027 гг.» Банк России считает необходимым информировать потенциальных инвесторов о справедливой стоимости компании в ходе проведения IPO. Не менее важным является предоставление инвесторам прогнозной информации, что особенно значимо для эмитентов, впервые размещающих свои акции на биржевом рынке. Для этого целесообразно привлекать независимые оценочные компании, которые обеспечат детальную и подробно описанную оценку справедливой стои-

мости акций. Доступные индикаторы и независимые рейтинги являются необходимым элементом этого процесса и формируют информационную прозрачность на рынке капитала.

#### ВЫВОДЫ

Поведенческие аномалии, порождаемые психологией участников рынка и информационными асимметриями, существуют практически на всех рынках, особенно значимыми они являются на первичном рынке акций. Поэтому традиционное представление о стратегии выхода компании на первичный рынок с предложением акций должно быть дополнено анализом поведенческих эффектов. В рамках концепции ограниченной рациональности, которая объясняет побудительные мотивы замены критерия максимизации на критерий удовлетворительности, наблюдается переход от использования фундаментального анализа к эвристическому. В этой связи анализ и использование поведенческих эффектов и поведенческих аномалий становится значимым инструментом

разработки корпоративной стратегии, так как информационные асимметрии и высокая волатильность российского рынка приводит к тому, что цены фондовых активов устанавливаются далеко не на уровне своих фундаментальных значений. Реализация программы развития фондового рынка в России должна опираться на систему мер по повышению его прозрачности. Поэтому всем инвесторам на фондовом рынке должна не только быть доступна вся релевантная информация об эмитенте, но и предоставлены грамотные расчеты справедливой стоимости акций отечественных эмитентов, особенно если он впервые выходит на рынок акций через процедуру IPO. Целесообразно, на наш взгляд, регулятору установить норму предоставления такой информации с используемой для расчета методикой как минимум от двух независимых оценщиков.

*Авторы заявляют об отсутствии  
конфликта интересов.*

*The authors declare no conflict of interest.*

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. London: Yale University Press. 2008. P. 1–293.
2. Sherin H., Statman M. Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000. Vol. 35. N 2. P. 127–151.
3. Володина В.Н. «Туристические» токены: новые потребительские цифровые активы. *Сберегательное дело за рубежом*. 2023. № 1. С. 28–33. DOI: 10.36992/2782-5949\_2023\_1\_28.
4. Канеман Д., Тверски А. Теория перспектив: анализ принятия решений в условиях риска. *Экономика и математические методы*. 2015. Т. 51. № 1. С. 3–25.
5. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело. 2004. 272 с.
6. Астраханцева И.А., Герасимов А.С., Астраханцев Р.Г. Прогнозирование региональной инфляции с помощью алгоритмов машинного обучения. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2022. № 4(54). С. 6–13. DOI: 10.6060/ivecofin.2022544.620. EDN ITYDFE.
7. Астраханцева И.А., Кутузова А.С., Астраханцев Р.Г. Рекуррентные нейронные сети для прогнозирования региональной инфляции. *Научные труды Вольного экономического общества России*. 2020. Т. 223. № 3. С. 420–431. DOI: 10.38197/2072-2060-2020-223-3-420-431. EDN QAHOYN.
8. Астраханцева И.А., Кутузова А.С., Астраханцев Р.Г. Интеллектуальные методы обработки данных при прогнозировании оборота наличных денежных средств в банкоматах коммерческих банков. *Научные труды Вольного экономического общества России*. 2019. Т. 218. № 4. С. 481–488. EDN EQCSUQ.
9. Астраханцева И.А., Смирнова Н.В. Оценка стоимости коммерческой недвижимости на основе моделей машинного обучения. *Научные труды Вольного экономического общества России*. 2022. Т. 237. № 5. С. 34–57. DOI: 10.38197/2072-2060-2022-237-5-34-57. EDN PXGNJV.

#### REFERENCES

1. Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein. *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. London: Yale University Press. 2008. P. 1–293.
2. Sherin H., Statman M. Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000. Vol. 35. N 2. P. 127–151.
3. Volodina V.N. "Tourist" Tokens: New Consumer Digital Assets. *Savings Business Abroad*. 2023. N 1. P. 28–33. DOI: 10.36992/2782-5949\_2023\_1\_28 (in Russian).
4. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: analysis of decision making under risk. *Economics and Mathematical Methods*. 2015. Vol. 51. N 1. P. 3–25 (in Russian).
5. Rudyk N.B. Behavioral Finance: Between Fear and Greed. Moscow: Delo. 2004. 272 p. (in Russian).
6. Astrakhanitseva I.A., Gerasimov A.S., Astrakhansev R.G. Forecasting regional inflation by machine learning algorithms. *Ivecofin*. 2022. N 4 (54). P. 6–13. DOI: 10.6060/ivecofin.2022544.620. EDN ITYDFE (in Russian).
7. Astrakhanitseva I.A., Kutuzova A.S., Astrakhansev R.G. Recurrent neural network for regional inflation forecast. *Scientific works of the Free Economic Society of Russia*. 2020. Vol. 223. N 3. P. 420–431. DOI: 10.38197/2072-2060-2020-223-3-420-431. EDN QAHOYN (in Russian).
8. Astrakhanitseva I.A., Kutuzova A.S., Astrakhansev R.G. Intelligent methods of data processing in forecasting cash turnover in ATMs of commercial banks. *Scientific works of the Free Economic Society of Russia*. 2019. Vol. 218. N 4. P. 481 – 488. EDN EQCSUQ (in Russian).
9. Astrakhanitseva I.A., Smirnova N.V. Commercial real estate valuation based on machine learning models. *Scientific works of the Free Economic Society of Russia*. 2022. Vol. 237. N 5. P. 34–57. DOI: 10.38197/2072-2060-2022-237-5-34-57. EDN PXGNJV (in Russian).

10. Астраханцева И.А., Кутузова А.С., Морозов Е.Н., Астраханцев Р.Г. Исследование алгоритмов функционирования криптоактивов для определения оптимального режима налогообложения. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2022. № 1(51). С. 131–137. DOI: 10.6060/ivecofin.2022511.593. EDN MWOQQN.
11. Бибикова Е.А., Махмудова Ф.А. Методические подходы к оценке инвестиционной деятельности коммерческих банков. *Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение*. 2024. № 2(78). С. 6–14. DOI: 10.6060/snt.20247802.0001. EDN WYYPEN.
12. Астраханцева И.А., Герасимов А.С., Смирнова О.П. Оценка применимости статистических и машинных моделей для прогнозирования инфляции. *Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение*. 2024. № 3(79). С. 120–131. DOI: 10.6060/snt.20247903.0019. EDN SJSWAG.
13. Фетисов Н.И. Специфика развития цифровых финансовых инструментов в отечественной экономике. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2024. № 3(61). С. 26–32. DOI: 10.6060/ivecofin.2024613.686. EDN HIYKAQ.
14. Пятницкий Д.В. Инструментарий принятия решений по кредитной и ценовой политике. *Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством» [Ивэкофин]*. 2023. № 3(57). С. 25–34. DOI: 10.6060/ivecofin.2023573.651. EDN ISJXBF.
15. Минфин планирует привлечь 40 трлн рублей средств граждан для инвестиций в экономику. <https://tass.ru/ekonomika/19602203>.
16. Безвозмездные взносы бизнеса в бюджет в 17 раз превысили план на 2024 год. <https://www.kommersant.ru/doc/6580420>.
17. Банк России. Обзор рисков финансовых рынков. [https://cbr.ru/collection/collection/file/43769/orfr\\_2023-01.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/43769/orfr_2023-01.pdf).
18. Банк России. Динамика ключевой ставки. [https://cbr.ru/hd\\_base/KeyRate/](https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/).
19. Информационный портал TradingView. Динамика индекса Московской Биржи (IRUS). <https://ru.tradingview.com/symbols/RUS-IRUS/>.
20. Информационный портал TradingView. Переток средств из акций в облигации и ПИФы. <https://ru.tradingview.com/news/rbc:ed94a08fa67b8:0/>.
21. ФИНАМ. <https://www.finam.ru/publications/item/top-10-lyubimyykh-aktsiy-rossiyskikh-investorov-chto-o-nikh-dumaet-finam-20230719-1810/>.
10. Astrakhantseva I.A., Kutuzova A.S., Morozov E.N., Astrakhantsev R.G. Crypto-assets functioning algorithms to determine the optimal taxation regime. *Ivecofin*. 2022. N 1(51). P. 131-137. DOI: 10.6060/ivecofin.2022511.593. EDN MWOQQN (in Russian).
11. Bibikova E.A., Makhmudova F.A. Methodological approaches to assessing the investment activities of commercial banks. *Modern high technologies. Regional application*. 2024. N 2 (78). P. 6-14. DOI: 10.6060/snt.20247802.0001. EDN WYYPEN (in Russian).
12. Astrakhantseva I.A., Gerasimov A.S., Smirnova O.P. Evaluating statistical and machine learning models for inflation forecasting. *Modern high technologies. Regional application*. 2024. N 3 (79). P. 120-131. DOI: 10.6060/snt.20247903.0019. EDN SJSWAG (in Russian).
13. Fetisov N.I. Specifics of the Development of Digital Financial Instruments in the Domestic Economy. *Ivecofin*. 2024. N 3(61). P. 26-32. DOI: 10.6060/ivecofin.2024613.686. EDN HIYKAQ (in Russian).
14. Pyatnitsky D.V. Tools for Decision-making on Credit and Pricing Policy. *Ivecofin*. 2023. N 3(57). P. 25–34. DOI: 10.6060/ivecofin.2023573.651. EDN ISJXBF (in Russian).
15. The Ministry of Finance plans to attract 40 trillion rubles of citizens' funds for investment in the economy. <https://tass.ru/ekonomika/19602203> (in Russian).
16. Businesses' gratuitous contributions to the budget exceeded the 2024 plan by 17 times. <https://www.kommersant.ru/doc/6580420> (in Russian).
17. Bank of Russia. Financial Market Risks Review. [https://cbr.ru/collection/collection/file/43769/orfr\\_2023-01.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/43769/orfr_2023-01.pdf). (in Russian).
18. Bank of Russia. Key Rate Dynamics. [https://cbr.ru/hd\\_base/KeyRate/](https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/) (in Russian).
19. Information portal. TradingView. Moscow Exchange Index Dynamics (IRUS). <https://ru.tradingview.com/symbols/RUS-IRUS/> (in Russian).
20. Information portal TradingView. Cash Flow from Stocks to Bonds and Mutual Funds. <https://ru.tradingview.com/news/rbc:ed94a08fa67b8:0/> (in Russian).
21. FINAM. <https://www.finam.ru/publications/item/top-10-lyubimyykh-aktsiy-rossiyskikh-investorov-chto-o-nikh-dumaet-finam-20230719-1810/>.

Поступила в редакцию 19.03.2025  
Принята к опубликованию 02.04.2025

Received 19.03.2025  
Accepted 02.04.2025