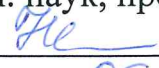


МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РФ  
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
Институт экономики и менеджмента

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ В ГЭК  
Руководитель ООП  
д-р экон. наук, профессор  
 Е.В. Нехода  
« 11 » 06 2020 г.

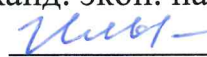
**НАУЧНЫЙ ДОКЛАД**  
об основных результатах подготовленной научно-квалификационной работы  
(диссертации)

**ДЕТЕРМИНАНТЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ ЧАСТНЫХ  
ИНВЕСТИТОРОВ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ В УСЛОВИЯХ ФОРМИРОВАНИЯ  
ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**


по основной образовательной программе подготовки научно-педагогических  
кадров в аспирантуре  
направление подготовки 38.06.01 – Экономика

Направленность подготовки:  
Финансы, денежное обращение и кредит

Лавренова Екатерина Сергеевна

Научный руководитель  
канд. экон. наук, доцент  
 Т.Г. Ильина

« 10 » июня 2020 г.

Автор работы  
аспирант  
 Е.С. Лавренова

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Основные приоритетные направления развития финансовых рынков в России в современных условиях ставят задачей стимулирование внутренней инвестиционной активности и создание благоприятных условий на финансовых рынках, в том числе, для частных инвесторов.

Среди факторов (детерминант), оказывающих влияние на инвестиционную активность можно выделить показатели реальных доходов, различные финансовые переменные, показатель макроэкономической неопределенности и другие. К поведенческим детерминантам, в том числе, относится процесс принятия инвестиционных решений на основе определенных принципов и методик. Поведенческие решения частных инвесторов, по сути, сводятся к поиску оптимального решения в условиях ограниченных ресурсов. Ценностью финансовых активов на фондовом рынке для частного инвестора выступает их способность приносить доход в будущем. Но базовый закон взаимосвязи риска и доходности предполагает, что более высокий уровень дохода обычно связан с дополнительными рисками. Поэтому возникает необходимость в формировании инвестиционного портфеля, наилучшим образом соответствующая потребностям частного инвестора в отношении риска и доходности, а также его личным субъективным инвестиционным характеристикам и целям.

Частные инвесторы (неквалифицированные и непрофессиональные участники рынка ценных бумаг) для инвестирования финансовых ресурсов чаще всего приобретают либо уже готовые инвестиционные продукты (например, становятся коллективными инвесторами в паевых инвестиционных фондах, либо приобретают структурные инвестиционные решения определенного брокера), либо выбирают услугами доверительных управляющих (что также имеет ограничения по стартовому капиталу и доступно далеко не широкой группе частных инвесторов, а также сопряжено с большими комиссионными издержками). Часто неквалифицированные инвесторы также прибегают к услугам «финансовых советников», закрепленных за определенным брокером. Но с этим также связаны повышенные риски для инвестора, так как нельзя быть до конца уверенным в объективности таких участников рынка, которые по своей сути являются менеджерами по продажам определенных, чаще всего структурных, продуктов того или иного брокера (продуктов, эмитируемых этим брокером). Именно перед портфельным управляющим (доверительным управляющим или управляющей компанией, или финансовым советником) чаще всего стоит задача

подбора портфеля для частного инвестора в соответствии с его активами, целями, предпочтениями, риск-профилем и горизонтом инвестирования.

В современных условиях процесс выбора портфеля частного инвестора требует совершенствования. Для России это обусловлено, во-первых, кризисными явлениями в экономике страны и в мировой экономике в целом, напряженностью во внешнеэкономических отношениях, жесткой монетарной политикой, и что не маловажно, стабильно снижающимися реальными располагаемыми доходами населения, ростом за кредитованности и снижением сбережений как основных источников капитала для инвестирования на финансовых рынках. Развитие частного инвестирования позволяет обеспечить устойчивость сектора домашних хозяйств за счет диверсификации их доходов. Во-вторых, домохозяйства сталкиваются с ограничениями в доступе к инвестиционным инструментам, которые продолжают ужесточаться в настоящий момент в связи с принятием в первом чтении законопроекта, вносящего поправки в классификацию инвесторов на российского фондовом рынке, более того, население по-прежнему проявляет недоверие к финансовому рынку. Также имеет место существование традиционной проблемой низкой инвестиционной грамотности населения. Ситуация усугубляется незащищенностью частных инвесторов, в особенности не обладающих достаточным уровнем квалификации в области финансовых рынков.

В связи с этим, с целью защиты в настоящий момент Банк России придерживается позиции создания дополнительных ограничений в доступе на финансовые рынки и к покупке определенных инструментов для частных инвесторов. Согласно докладу Банка России «Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля», инвесторы будут разделены на следующие категории: непрофессиональные (включающие в себя квалифицированных и неквалифицированных) и профессиональные.

Для решения проблемы оптимального размещения ресурсов в теории предложен ряд методов, основанных на использовании инструментария функций полезности. В современной экономической литературе существует огромное количество критериев, используемых для принятия инвестиционных решений и формирования портфеля. Но, к сожалению, применение данных методов на практике часто затруднено в следствие недостаточной гибкости данных инструментов, а также в следствие отсутствия взаимосвязи с субъективными характеристиками и предпочтениями инвестора. Также указанные методы анализа являются чрезвычайно сложными для простых категорий граждан, особенно принимая во внимание проблемы недостаточной финансовой грамотности населения. Решение об инвестировании финансовых ресурсов на фондовом рынке

принимаются частным инвестором (чаще всего) самостоятельно. Принятие инвестиционного портфельного решения связано с длительным и непрерывным процессом обработки и анализа большого количества экономической и финансовой, политической и прочей информацией, влияющей на движение финансовых рынков, настроения инвесторов и стоимость отдельных компаний в частности, а также требует от частного инвестора определенных знаний и опыта инвестирования на финансовом рынке. Принимая во внимание огромное разнообразие современных инвестиционных инструментов, а также количества и источников информации, особенностей организации биржевых технологий и методов анализа рынка, принятие грамотного инвестиционного решения частным инвестором является сложной задачей.

Таким образом, актуальность исследования обусловлена проблемой совершенствования методов оценки профиля частных инвесторов и необходимостью создания методики формирования оптимальных портфелей при принятии инвестиционных решений для частных инвесторов на базе прогнозирования показателей динамики движения рынка на основе простых и с определенной степенью вероятности точных методов анализа.

### **Степень разработанности проблемы.**

Одной из первых работ, исследовавших проблему формирования инвестиционного портфеля с учетом предпочтений инвесторов, была работа О. Morgenштерна и Дж. фон Неймана, которые сформировали методику однофакторную модель функции полезности благосостояния инвестора с учетом фактора склонности к риску. Данная концепция в дальнейшем разрабатывалась в работах, Г. Марковица, Дж. Пратта, М. Фридмана и Л. Сэвиджа К. Эрроу и др. Эти труды опирались преимущественно на визуальное представление характеристики функции полезности богатства инвестора. Исследование Д. Канемана и А. Тверски попыталось учесть различные субъективные характеристики, предпочтения и цели относительно вероятности получения дохода и получения убытков.

Альтернативным подходом к функциям полезности инвестора на базе одного фактора являются двухфакторные функции, которые в качестве аргументов использовали понятия потенциала и риска. Функции полезности на базе двух факторов изучались У. Шарпом.

Множество работ посвящены измерению риска для последующего принятия портфельных решений. Например, работы, в которых описываются методы измерения систематического портфельного риска (М. Трейнор, Ф. Блэк, Ю. Фама, Р. Мертон, К. Френч и др.), моделирование риска через отрицательные отклонения (Ф. Сортино и др.).

Что касается возможности принятия частным инвестором самостоятельного решения на основе построений простейшей модели прогноза движения рынка, то в экономической литературе существуют две основные противоположные точки зрения: коллектив авторов, придерживающийся первой точки зрения, считает, что существуют определенные индикаторы, с помощью которых при определенных условиях можно спрогнозировать будущие показатели фондового рынка (например, Дж. Кэмпбелл, Дж. Кэмпбелл и С. Томпсон, Д. Рапач др.). Противоположная точка зрения указывает на то, что будущие показатели рынка ценных бумаг непредсказуемы, и создать прогноз или очень затруднительно, или невозможно (А. Гоял и И. Уэлч, Д. Петенузо, Б. Говорков и др.).

В целом можно констатировать, что единой точки зрения по поводу функции полезности и принятия на ее основе портфельного решения инвесторов не существует. Ровно как не существует единой точки зрения на вопрос возможности прогнозирования динамики фондового рынка. На практике чаще всего используются стандартизированные показатели (коэффициент Шарпа и аналогичные ему), а также традиционные методы линейного анализа, такие как линейная регрессия. Однако данные показатели и методы не всегда предусматривают возможность учета предпочтений частных инвесторов, а также не точны и сложны для практического применения частными неквалифицированными группами инвесторов.

Отметим, что в существующей литературе недостаточно изучены и проработаны инструменты формирования инвестиционной активности населения (частных инвесторов) с точки зрения поведенческих детерминант в части принятия ими инвестиционных решений на основе формирования инвестиционного портфеля на финансовом рынке. Более того, в современных, быстро изменяющихся условиях развития и цифровизации рынка данные инструменты и подходы к принятию инвестиционных решений также должны оперативно корректироваться и быть применимыми в соответствии с активно развивающимися финтех инновациями (робоэдвайзеры, биржевые и торговые роботы и т.д.).

**Область исследования.** Содержание диссертации соответствует пунктам 4.8 «Развитие финансовых отношений и принятие финансовых инвестиционных решений в домашнем хозяйстве», 6.4 «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг» и 6.8 «Методология оценки доходности финансовых инструментов» Паспорта специальности ВАК 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

**Объектом исследования** являются активность частных инвесторов на финансовом рынке России.

**Предметом исследования** выступают поведенческие детерминанты инвестиционной активности частных инвесторов на финансовом рынке и методы принятия ими инвестиционных решений частным инвестором на основе формирования инвестиционного портфеля.

**Целью диссертационного исследования** является анализ финансового рынка России и совершенствование инструментов формирования инвестиционной активности частных инвесторов с учетом поведенческих детерминант путем разработки и внедрения методики принятия ими инвестиционных решений на финансовом рынке в условиях цифровизации.

Достижение указанной цели потребовало поставить и решить следующие **задачи:**

1. Исследовать понятие «частный инвестор» и «инвестиционное предпочтение» с позиции принятия решения на фондовом рынке.
2. Изучить основные подходы к анализу, прогнозированию рынка и принятию инвестиционных решений и обосновать авторский методический подход.
3. Разработать авторский методологический подход к принятию инвестиционных решений на основе доступных макроэкономических индикаторов, субъективных инвестиционных предпочтений и простого анализа данных из открытых источников.
4. Сравнить эффективность существующих методов принятия инвестиционного решения и авторской методики на основе индексного бенчмарка.

**Гипотеза.** Для анализа рынка можно использовать простую эконометрическую модель регрессионного анализа или модель скользящего среднего, в сочетании с оценкой фундаментальных макроэкономических факторов, а также экспертной оценкой собственного риск-профиля и горизонта инвестирования. Выбор инструментов инвестирования в соответствии с субъективными инвестиционными характеристиками, а также четкая последовательность определения точек входа и выхода в рынок на базе комбинирования простейших макроэкономических и фундаментных факторов в сочетании с принципами технического анализа, обеспечит для частного неквалифицированного инвестора большую доходность, нежели традиционная модель формирования инвестиционного портфеля, опирающаяся на факторы риска и доходности и ретроспективную информацию о рынке.

**Теоретической и методологической основой диссертационной работы** послужили результаты научного обобщения выводов и утверждений отечественных и зарубежных ученых по исследуемой теме. В ходе исследования были изучены работы отечественных и иностранных авторов, теоретические и

практические результаты в области финансового рынка и рынка ценных бумаг как его составляющей части, а также результаты работ в области портфельного инвестирования и принятия инвестиционных решений на фондовом рынке.

Методологическую основу исследования составляют общенаучные методы познания (анализ, синтез, аналогия), системный, аналитический и сравнительный подходы, методы математического и экономико-статистического моделирования. Для решения прикладных задач использовались метод группировок, методы эконометрического и статистического анализа, социологические методы (в частности, проведение опросов), прогнозирование.

**Информационная база.** Информационная база работы представлена данными Федеральной службы государственной статистики, Банка России, официальным сайтом Московской биржи, а также другими Интернет-базами данных, среди которых Финансовая информация Sbonds, Анализ рынка акций Investing.com и Всемирная Федерация бирж.

**Эмпирическая база** включает официальные статистические данные (система показателей) Центрального Банка РФ, Московской биржи, и Росстата. С помощью указанных баз данных были собраны и проанализированы данные о российском фондовом рынке (на примере динамики индекса ММВБ) за 10 лет, а также доходность 9 отраслевых индексов России и набор макроэкономических показателей, среди которых уровень инфляции, динамика цены на нефть, дивидендная доходность, индекс волатильности, индекс корпоративных облигаций и другие.

**Научную новизну** диссертационного исследования составляют следующие результаты, выносимые на защиту и полученные лично автором.

1. Предложенный в исследовании авторский подход к определению частных инвесторов дополняет существующую в настоящее время в теории финансов и в правовой среде классификацию инвесторов на рынке ценных бумаг. Под частным инвестором понимается физическое или юридическое лицо, осуществляющее деятельность по покупке или продаже активов на финансовом рынке с помощью посредника – профессионального участника рынка ценных бумаг, и не являющегося квалифицированным или профессиональным участником в соответствии с классификацией Банка России.

2. В исследовании рассмотрено и предложено уточнение понятия «инвестиционная активность» и «инвестиционные предпочтения», определяемые как совокупность субъективных характеристик частного инвестора, влияющих на выбор финансовых инструментов, горизонт и способ инвестирования на

фондовом рынке, и прочие факторы, обуславливающие поведение частного инвестора и определение его инвестиционной стратегии.

3. В исследовании предложен подход к определению места и роли цифровых финансов и финтеха в структуре цифровой экономики. Цифровизация, как комплексный механизм, оказывающий влияние и на финансовый сектор экономики через цифровые инновации, представляет собой отношения нового типа, основывающиеся на передовых информационных технологиях, для расширения функции финансов. Предложен подход, объединяющий инструменты цифровой экономики (в частности, робоэдвайзеры, биржевые и торговые роботы и т.д.) и разработанный алгоритм принятия инвестиционных решений, существенно упрощающий принятие инвестиционных решений частными инвесторами и в результате влияющий на механизмы формирования инвестиционной активности в целом.

4. Применение автором теоретических основ прогнозирования рынка акций методом линейной регрессии и построение моделей прогноза для российского фондового рынка на базе указанной методики позволило сделать вывод о несостоятельности данного подхода применительно к российскому рынку в силу его относительной «молодости», высокой волатильности и недостаточности исторических данных для анализа, а также о несостоятельности данного метода для частного инвестора в силу его сложности и большей величины среднеквадратической ошибки, чем для модели скользящего среднего.

5. Сформулированы и предложены положения и рекомендации по прогнозированию общего тренда движения рынка и принятию инвестиционного решения на базе макроэкономических индикаторов для Российского фондового рынка. Определены опережающие макроэкономические индикаторы, показавшие эффективность при прогнозировании динамики российского фондового рынка (в частности, индекс деловой активности в промышленной сфере, индекс деловой активности в сфере услуг, индекс потребительских настроений и индекс волатильности).

6. Обоснован методический подход к принятию инвестиционного решения, заключающийся в обосновании четкой последовательности действий (алгоритма) для самостоятельного принятия решения частным инвестором, в соответствии с субъективными инвестиционными характеристиками на базе комбинирования простейших макроэкономических и фундаментных факторов в сочетании с принципами технического анализа, что повышает результативность инвестиционной деятельности и, как следствие, при массовом применении должно оказать положительное влияние на инвестиционную активность на российском фондовом рынке в целом.



**Теоретическая значимость работы** состоит в использовании системного подхода к анализу состояния и динамики рынка российского фондового рынка и инвестиционной активности на нем, а также его специфического сегмента (частных инвесторов). **Теоретическая значимость работы** определяется новизной предложенного подхода к принятию инвестиционных решений, развивающего и дополняющего существующие методы выбора портфеля на основе определения предпочтений частных неквалифицированных инвесторов и общедоступных макроэкономических индикаторов. Были проведены систематизация и обобщение подходов к формированию предпочтений частного инвестора. Автором также расширил понятийный аппарат в области частного инвестирования, цифровых финансов и индивидуальных субъективных инвестиционных характеристик для частного инвестора.

Разработанные в диссертационном исследовании методические и практические рекомендации могут быть реализованы при исследовании проблем низкой инвестиционной активности частных инвесторов на российском фондовом рынке.

Практическая значимость исследования определяется возможностью применения рассмотренных положений в практической деятельности доверительных управляющих, независимых финансовых консультантов, и что самое важное, самих частных инвесторов, в том числе и физических лиц на рынке ценных бумаг, прибегая в том числе к инструментам цифровой экономики.

**Апробация результатов работы.** Основные результаты диссертационного исследования докладывались и получили одобрение на 4-х конференциях разного уровня, в том числе Международная научно-практическая конференции XII экономические чтения 26-27 октября 2017, Томск, ИЭМ; V Международная научно-практическая конференция «Статистический анализ социально-экономического развития субъектов Российской Федерации», Брянск, 30 марта 2018; XV Международная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых Перспективы развития фундаментальных наук 24-27 апреля 2018; III Международный форум «Интеллектуальные системы 4-й промышленной революции» 26-27 ноября 2019 года, г. Томск, ТГУ.

## **ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

*Статьи в журналах, включенных в Перечень российских рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук:*

1. Лавренова Е. Особенности арт-рынка для частного инвестирования / Е. Лавренова, Т. Ильина // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 10 (111). – С. 721–726.
2. Lavrenova E. A Note On the Predictability of the Russian Stock Market / E. Lavrenova, T. Ilina // Tomsk State University Journal of Economics. – 2020. – № 49. – P. 160-182.
3. Лавренова Е. Частные инвестиции и инвестиционные решения в условиях риска и неопределенности: обзор теоретических подходов / Е. Лавренова, Т. Ильина // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 4 . – С. 849–853.

*Публикации в других научных изданиях:*

4. Лавренова Е.С. Особенности прогнозирования доходности российского рынка акций // XII Экономические чтения: Международная научно-практическая конференция (26-27 октября 2017 г., Томск) / Томский государственный университет. – Томск: Изд-во «ТГУ». – 2017
5. Лавренова Е.С. Теоретические аспекты цифровизации экономики // XV Международная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых Перспективы развития фундаментальных наук (24-27 апреля 2018, Томск) / Томский государственный университет. – Томск: Изд-во «ТГУ». – 2018
6. Лавренова Е.С. Проблемные вопросы, касающиеся сущности криптовалюты и ее использования в качестве залога // Экономические и социальные факторы развития народного хозяйства: II Всероссийская научно-практическая конференция аспирантов и магистрантов / Юргинский государственный университет. – Ханты-Мансийск: Изд-во «ЮГУ». – 2017. – С. 258-263.

# Отчет о проверке на заимствования №1



Автор: Лавренова Екатерина Сергеевна [lavcathrine@yandex.ru](mailto:lavcathrine@yandex.ru) / ID: 2815939  
Проверяющий: Лавренова Екатерина Сергеевна ([lavcathrine@yandex.ru](mailto:lavcathrine@yandex.ru) / ID: 2815939)

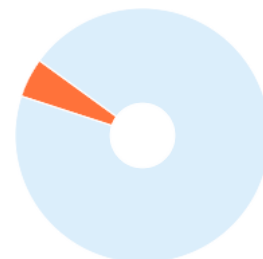
Отчет предоставлен сервисом «Антиплагиат»- <http://users.antiplagiat.ru>

## ИНФОРМАЦИЯ О ДОКУМЕНТЕ

№ документа: 31  
Начало загрузки: 27.05.2020 15:43:56  
Длительность загрузки: 00:00:54  
Имя исходного файла: Текст НД Лавренова без ТЛ.pdf  
Название документа: Текст НД Лавренова Е.С. без ТЛ  
Размер текста: 1 кБ  
Символов в тексте: 19564  
Слов в тексте: 2267  
Число предложений: 129

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ ОТЧЕТЕ

Последний готовый отчет (ред.)  
Начало проверки: 27.05.2020 15:44:51  
Длительность проверки: 00:00:56  
Комментарии: не указано  
Модуль поиска: Модуль поиска Интернет



### ЗАИМСТВОВАНИЯ

4,97%

### САМОЦИТИРОВАНИЯ

0%

### ЦИТИРОВАНИЯ

0%

### ОРИГИНАЛЬНОСТЬ

95,03%

Заимствования — доля всех найденных текстовых пересечений, за исключением тех, которые система отнесла к цитированиям, по отношению к общему объему документа.  
Самоцитирования — доля фрагментов текста проверяемого документа, совпадающий или почти совпадающий с фрагментом текста источника, автором или соавтором которого является автор проверяемого документа, по отношению к общему объему документа.

Цитирования — доля текстовых пересечений, которые не являются авторскими, но система посчитала их использование корректным, по отношению к общему объему документа. Сюда относятся оформленные по ГОСТу цитаты; общеупотребительные выражения; фрагменты текста, найденные в источниках из коллекций нормативно-правовой документации.

Текстовое пересечение — фрагмент текста проверяемого документа, совпадающий или почти совпадающий с фрагментом текста источника.

Источник — документ, проиндексированный в системе и содержащийся в модуле поиска, по которому проводится проверка.

Оригинальность — доля фрагментов текста проверяемого документа, не обнаруженных ни в одном источнике, по которым шла проверка, по отношению к общему объему документа.

Заимствования, самоцитирования, цитирования и оригинальность являются отдельными показателями и в сумме дают 100%, что соответствует всему тексту проверяемого документа.

Обращаем Ваше внимание, что система находит текстовые пересечения проверяемого документа с проиндексированными в системе текстовыми источниками. При этом система является вспомогательным инструментом, определение корректности и правомерности заимствований или цитирований, а также авторства текстовых фрагментов проверяемого документа остается в компетенции проверяющего.

№	Доля в отчете	Доля в тексте	Источник	Ссылка	Актуален на	Модуль поиска	Блоков в отчете	Блоков в тексте
[01]	1,43%	1,43%	<a href="http://vital.lib.tsu.ru/vital/acce...">http://vital.lib.tsu.ru/vital/acce...</a>	<a href="http://vital.lib.tsu.ru">http://vital.lib.tsu.ru</a>	24 Янв 2020	Модуль поиска Интернет	1	1
[02]	0%	1,32%	Бизнес-модели в социально...	<a href="http://economy-lib.com">http://economy-lib.com</a>	11 Янв 2019	Модуль поиска Интернет	0	3
[03]	0%	1,13%	Оценка финансовых рисков ...	<a href="http://ams.tsu.ru">http://ams.tsu.ru</a>	02 Окт 2018	Модуль поиска Интернет	0	2

Еще источников: 17

Еще заимствований: 3,54%