

Оригинальная статья / Original article

Когнитивные искажения в поведении непрофессионального инвестора¹

© М.В. РЫЖКОВА, Э.Р. КАШАПОВА, А.М. ДИБРОВ, А.Е. КОСТРОМИНА

Рыжкова Марина Вячеславовна, Томский государственный университет, Томский политехнический университет (Томск, Россия), marybox@inbox.ru. ORCID: 0000-0002-0107-8016

Кашапова Эльмира Рамисовна, Томский государственный университет, Томский политехнический университет (Томск, Россия), kashapovaer@gmail.com. ORCID: 0000-0002-5447-3941

Дибров Артем Михайлович, Томский государственный университет (Томск, Россия), dibrov5@yandex.ru. ORCID: 0000-0002-2954-9422

Костромина Арина Евгеньевна, Томский государственный университет (Томск, Россия), kostromina.rina@gmail.com

Исследование посвящено влиянию когнитивных искажений на финансовое поведение инвесторов. В теории инвестор – рациональный актор, в реальности его поведение подвержено систематическим ошибкам вследствие субъективных убеждений, эмоциональных и когнитивных причин. Это создает барьеры для принятия им рациональных финансовых решений, в результате чего на практике проявляется ограниченная финансовая грамотность. Цель исследования – предложить классификацию когнитивных искажений и выявить специфику их влияния на поведение розничных инвесторов. Проведен обзор исследований когнитивных искажений на финансовом рынке, вследствие которых происходит отклонение действий инвестора от рационального финансового поведения. Отмечено, что разные группы когнитивных искажений могут проявляться у разных типов инвесторов.

¹ Финансирование. Исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда № 22-28-00806 (<https://rscf.ru/project/22-28-00806/>).

Funding. The study was supported by the Russian Scientific Foundation grant no. 22-28-00806 (<http://rscf.ru/project/22-28-00806/>).

Благодарности. Выражаем особую благодарность за экспертизу и ценные идеи кандидату экономических наук, доценту Томского политехнического университета Жанне Александровне Ермушко, а также рецензенту журнала, чьи замечания позволили яснее изложить результаты исследования.

Acknowledgements. We express special gratitude for expertise and valuable ideas to the Candidate of Sciences (Economics), associate professor of the Tomsk polytechnic university Janna Aleksandrovna Ermushko and to the reviewer of the article for comments that allowed us to present the results of the study clearly.

Раскрыта роль программ повышения финансовой грамотности в преодолении несовершенств принятия инвестиционных решений. Результаты исследования показывают, что программы финансовой грамотности не являются панацеей для решения проблемы неэффективных инвестиций и должны включать практические инструменты по преодолению последствий когнитивных искажений.

Ключевые слова: финансовая грамотность, когнитивные искажения, непрофессиональный инвестор

Цитирование: Рыжкова М.В., Кашапова Э.Р., Дибров А.М., Костромина А.Е. (2023) Когнитивные искажения в поведении непрофессионального инвестора // *Общественные науки и современность*. № 6. С. 134–148. DOI: 10.31857/S0869049923060102, EDN: MSEZWP.

Cognitive Biases in the Behavior of Nonprofessional Investor

© M. RYZHKOVA, E. KASHPAROVA, A. DIBROV, A. KOSTOMINA

Marina V. Ryzhkova, Tomsk State University (Tomsk, Russia), marybox@inbox.ru. ORCID: 0000-0002-0107-8016

Elmira R. Kashapova, Tomsk State University, Tomsk Polytechnic University (Tomsk, Russia), kashapovaer@gmail.com. ORCID: 0000-0002-5447-3941

Artem M. Dibrov, Tomsk State University (Tomsk, Russia), dibrov5@yandex.ru. ORCID: 0000-0002-2954-9422

Arina E. Kostromina, Tomsk State University (Tomsk, Russia), kostromina.rina@gmail.com

Abstract. The impact of cognitive biases on the financial behavior of investors is studied. In theory, an investor is a rational actor; in reality, his/her behavior is subject to systematic errors due to subjective beliefs, emotional and cognitive reasons. This creates barriers to making rational financial decisions, resulting in limited financial literacy in practice. The purpose of the study is to classify cognitive biases and identify the specifics of their manifestation among retail investors. A literature review of studies of cognitive biases in the financial market, as a result of which the investor's actions deviate from rational financial behavior, is presented. A classification of cognitive biases is proposed taking into account their characteristics and the degree of influence on the behavior of professional and non-professional investors. An analysis of the role of financial literacy programs in overcoming imperfections in investment decision-making is given. The study's findings suggest that financial literacy programs are not a panacea for ineffective decisions and justify the need to include practical tools to overcome manifestations of cognitive biases.

Keywords: financial literacy, cognitive biases, non-professional investor

Citation: Ryzhkova M., Kashapova E., Dibrov A., Kostromina A. (2023) Cognitive Biases in the Behavior of Nonprofessional Investor. *Obschestvennyye nauki i sovremennost'*, no. 6, pp. 134–148. DOI: 10.31857/S0869049923060102, EDN: MSEZWP.

Большая часть теоретических концепций в области финансов базируется на представлении о том, что участники финансового рынка действуют рационально и учитывают всю доступную информацию в процессе принятия инвестиционных решений (принципы арбитража Миллера и Модильяни, портфельный принцип Марковица, теория ценообразования Шарпа, теория эффективного рынка Фамы и др.). Однако ряд экономистов ([*Kahneman, Riepe* 1998, [*Stiglitz* 1981, [*Malkiel* 2003] и др.) в ходе эмпирических исследований выявил

многочисленные примеры иррационального поведения инвесторов, т. е. повторяющиеся шаблоны поведения, непоследовательность, спонтанность в принятии решений в условиях неопределенности. Ситуация усугубилась, когда благодаря цифровым технологиям доступ к финансовому рынку получил широкий круг непрофессиональных инвесторов, не обладающих должными знаниями, навыками обработки информации и принятия финансовых решений, а также практическим опытом, что ставит на повестку вопрос об адекватности моделей динамики рынка, основанной на предпосылке о рациональности агентов. Так, ведущий сторонник гипотезы эффективного рынка Б. Малкиел [*Malkiel 2003*] утверждает, что даже если на рынке часть агентов ведет себя нерационально, можно описывать рынок классическими моделями – рыночная динамика от этого в целом не меняется. Если принять иррациональность поведения за белый шум, то ситуация понятна – последним можно пренебречь при агрегировании действий агентов. Однако возникает сомнение: а если иррациональные поступки непрофессионалов систематичны? Тогда возникают два исследовательских вопроса: существуют ли различия в ошибках при принятии решений (когнитивных искажениях) у профессиональных и непрофессиональных инвесторов; решает ли повышение финансовой грамотности проблему снижения влияния когнитивных искажений.

Объект исследования – финансовое поведение инвесторов (профессиональных и непрофессиональных), предмет рассмотрения – когнитивные искажения непрофессиональных инвесторов с целью определить возможности воздействовать на их финансовую грамотность и границы этого воздействия.

Цель исследования – классифицировать когнитивные искажения розничных инвесторов и выявить специфику проявления этих искажений у профессиональных и непрофессиональных игроков финансового рынка.

Научная новизна исследования состоит в том, что в работе предложена оригинальная классификация когнитивных искажений с позиции профессионализма инвесторов, что позволяет установить дифференцированные требования к их защите.

В первом разделе исследования показана роль когнитивных искажений в процессе принятия решений; во втором разделе изложена авторская классификация когнитивных искажений, характерных для профессиональных и непрофессиональных инвесторов; в третьем разделе показана связь когнитивных искажений и программ повышения финансовой грамотности.

Когнитивные искажения: генезис классификации

В основе неоклассической экономической теории находится модель рационального выбора, предпосылки которой постепенно ослабевают. Традиционная дилемма заключена в противоречии между теоретической моделью и ограничением ее применения к объяснению реального экономического поведения.

Согласно теории ограниченной рациональности, экономические субъекты стремятся действовать рационально, но в действительности обладают этой способностью лишь в ограниченной степени, что обуславливают следующие факторы [*Simon 1978; Campitelli, Gobet 2010*]:

- отсутствие доступности и полноты информации в процессе принятия решения;
- когнитивные ограничения в ситуации выбора;
- ограниченность времени для принятия решения.

Д. Канеман, один из основоположников поведенческой экономики, продолжая развивать положение об ограниченной рациональности сквозь призму психологического

знания, пришел к выводу, что в процессе эволюции человеческий мозг выработал две системы принятия решений [Kahneman, Tversky 2000]:

1. Система 1 опирается на опыт, применяет уже готовые шаблоны поведения, отвечает за эмоции и эвристику («она всему верит и легко строит ассоциации»).
2. Система 2 отвечает за рациональные рассуждения и сложные решения, анализирует проблемы, взвешивает альтернативы, ищет данные в памяти, занимается критикой и расчетами.

При принятии субъектом решения взаимодействуют обе системы: в зависимости от контекста и временных ограничений на первый план выступает одна из них, при этом обе подвержены систематическим ошибкам, т. е. когнитивным искажениям.

Под когнитивными искажениями понимают систематические ошибки в мышлении, связанные со сформированными у индивида убеждениями и установками [Tversky, Kahneman 1974]. Речь идет не о случайных ошибках, а о предсказуемо появляющихся в схожих ситуациях. В основе когнитивных искажений лежат ложные убеждения, эмоциональные процессы, искажения при анализе информации и другие свойства психики человека, которые создают барьеры для восприятия информации и препятствуют формированию объективной оценки, особенно если ситуация характеризуется неопределенностью и риском.

Из двух вышеизложенных подходов следует, что индивид не может действовать абсолютно рационально, т. к. он не обладает способностями к обработке всей информации, но при этом имеет готовые шаблоны поведения (система 1), чтобы быстро принять решение. Другими словами, часть процесса мышления работает автоматически и может приводить к систематическим ошибкам, а часть позволяет до некоторой степени с этими ошибками совладать. В целом выводы американских исследователей в области когнитивной психологии Г. Саймона и Д. Канемана достаточно абстрактны. Вместе с тем можно предположить, что индивиды в разной степени полагаются на систему 2, что приводит к разной степени склонности к когнитивным искажениям.

С тех пор как исследователи стали собирать данные об аномалиях экономических агентов при выборе решения, прошло полвека. Тем не менее в мировом научном дискурсе не сложилась единая общепризнанная классификация когнитивных искажений. На данный момент в научных работах происходит накопление эмпирических данных о когнитивных искажениях. Важно отметить, что представители различных наук (психологии, экономики, социологии, биологии, др.) могут иметь свое представление о модели человеческого поведения. Однако в области изучения когнитивных искажений происходит конвергенция взглядов психологов и экономистов с целью усилить объясняющую и прогностическую составляющую создаваемых ими теорий.

Современные авторы пытаются обобщить накопленные знания. В частности, Б. Бенсон [Benson 2019] создал наиболее популярную классификацию когнитивных искажений, выделив четыре основные проблемы, с которыми люди встречаются ежедневно:

- слишком много информации. Человеческий мозг стремится отфильтровать достаточно большое количество данных, чтобы выделить те, которые, возможно, будут полезны в будущем;
- недостаточно смысла. Человек не в состоянии усвоить всю необходимую информацию, поэтому при поступлении указанного потока данных мозг заполняет пробелы уже имеющимися стереотипами и предубеждениями;
- нужно действовать быстро. Чтобы своевременно реагировать на различные жизненные ситуации, необходимо уметь быстро оценивать происходящее и строить предположения о будущем;

- помнить или забыть. Человеческая память избирательна в ходе забывания и припоминания, в этом процессе есть свои закономерности и неравномерности.

Классификация когнитивных искажений Б. Бенсона связана с идеями Г. Саймона и Д. Канемана: в ней сделан акцент именно на гиперинформативность (информационную избыточность, характерную для финансового рынка) среды, которая ограничивает мышление и действия индивидов.

Не стоит считать когнитивные искажения однозначной ущербностью акторов: наряду с ограничениями в принятии решения они предоставляют определенные возможности (таблица 1).

Таблица 1

**Возможности и ограничения в принятии решений,
следующие из наличия когнитивных искажений – fast and frugal heuristics**

Table 1

**Opportunities and limitations of the decision-making process due to cognitive distortions –
fast and frugal heuristics**

Возможности, которые дают когнитивные искажения (конструктивная роль)	Ограничения, которые накладывают когнитивные искажения (компенсаторная роль)
Снижается когнитивная нагрузка, связанная с переизбытком информации (мозг человека может отсеять ту часть информации, которая с наибольшей степенью вероятности ему не пригодится в будущем)	Человеческий мозг в процессе функционирования может отсекают не только бесполезную информацию, но и полезную
Облегчается понимание мира (информация, которая поступает в человеческий мозг из внешнего мира, достраивается до одной целостной картины, формируемой на основе предыдущего опыта и личных стереотипов)	Люди достраивают информацию из внешнего мира с помощью собственных убеждений, которые могут сместить выбор
Происходит экономия времени на принятие решений (рациональное принятие решений ресурсоемкое – требует много времени и умений его применять, когнитивные искажения ускоряют процесс)	Быстрое принятие решений ведет к увеличению вероятности ошибки выбора

Источник: на основе [Gigerenzer, Todd 1999].

Source: based on [Gigerenzer, Todd 1999].

В целом когнитивные искажения помогают быстро расставить приоритеты в разнородных сигналах динамичной внутренней и внешней среды, что обеспечивает адаптацию человека к ним. Можем предположить, что общим объясняющим основанием когнитивных искажений выступает синтез знаний о психогенной и нейробиологической природе человека. Другими словами, с одной стороны, когнитивные искажения обусловлены социально-психологическими факторами (убеждения, стереотипы), которые оказывают влияние на мышление, восприятие, память, эмоции и волю человека. С другой стороны, когнитивные искажения проявляются в результате сбоев в обработке и анализе информации человеком, и связаны они с естественно-биологическими ограничениями и особенностями строения человеческого мозга. Однако пока уровень изученности человеческого мозга не достиг такой глубины.

В области знаний о систематических ошибках принятия решений происходит накопление феноменов. К сегодняшнему дню самая обширная подборка когнитивных искажений

собрана на ресурсе Wikipedia.org, где насчитывается 15 групп когнитивных искажений верхнего уровня и 230 когнитивных искажений нижнего уровня классификации². Однако часть из них не отнесены ни к одной классификационной группе, что вызывает стремление у научного сообщества создать удобное для использования разделение искажений на группы. Поиск систематизированных обзоров когнитивных искажений также не дал результатов.

Как показывает вышеизложенное, создать универсальную классификацию пока не представляется возможным. Тем не менее можно сделать частную классификацию для анализа когнитивных искажений при принятии инвестиционных решений, что позволит обобщить разрозненные исследования об отдельных когнитивных искажениях частных инвесторов.

Классификация когнитивных искажений у профессиональных и непрофессиональных инвесторов

При изучении когнитивных искажений нами были найдены исследования, посвященные разнице в их проявлении у людей с разными характеристиками (возраст, пол, опыт, профессия, уровень финансовой грамотности, отношение к риску и др.). В частности:

- возраст, профессия и опыт инвестора – наиболее значимые факторы, влияющие на проявления когнитивных искажений [Baker, Kumar, Goyal, Gaur 2019];
- мужчины более уверены в своих знаниях о фондовом рынке [Adil, Singh, Ansari 2022];
- уровень финансовой грамотности не имеет существенной связи с чрезмерной самоуверенностью и эмоциональными искажениями инвесторов [Adil, Singh, Ansari 2022];
- инвесторы с более высоким годовым доходом менее подвержены когнитивным искажениям (ментальный учет, неприятие риска), для сверхуверенности эффект незначим [Isidore 2019];
- отношение к риску и мотивы сбережений у инвесторов не влияют на проявление эффекта диспозиции (склонность продавать прибыльные активы слишком рано и держать убыточные активы слишком долго) [Jonsson, Söderberg, Wilhelmsson 2017];
- когнитивные искажения можно рассматривать в качестве деструктивного фактора при проведении государственных программ по повышению финансовой грамотности населения [Jonsson, Söderberg, Wilhelmsson 2017].

Отдельный пласт исследований посвящен профессиональному аспекту:

1) даже профессиональные инвесторы (финансово грамотные и опытные) не всегда действуют рационально [Baker, Kumar, Goyal, Gaur 2019];

2) профессиональные инвесторы фондового рынка проявляют чрезмерную самоуверенность, что вызывает ошибки в прогнозировании изменения котировок акций и в анализе рыночной конъюнктуры [Parhi, Pal 2022];

3) среди профессиональных инвесторов влияние неприятия риска и эффекта стадности на инвестиционное решение является отрицательным и статистически значимым, в то время как влияние эффекта сверхуверенности является положительным и статистически значимым [Jain, Walia, Kaur, Singh 2022];

4) когнитивные искажения инвесторов, получивших финансовое образование, отличаются от таковых у инвесторов без финансового образования. У последних наблюдается больше эмоциональных искажений. Тем не менее повышение уровня финансовой грамотности уменьшает влияние когнитивных искажений, что положительно влияет на поведение инвесторов на финансовых рынках [Özen, Ersoy 2019].

² List of cognitive biases. Wikipedia (https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_cognitive_biases).

В этом контексте представляется весьма перспективным изучать когнитивные искажения в профессиональном аспекте, что позволит:

- понять степень влияния когнитивных искажений на поведение инвесторов в зависимости от уровня их профессионализма;
- определить степень воздействия на финансовую грамотность непрофессиональных инвесторов, а также границы такого воздействия с учетом влияния когнитивных искажений;
- модернизировать программы повышения финансовой грамотности на национальном уровне в условиях развития и роста привлекательности финансового рынка для начинающих инвесторов.

Когнитивные искажения – неотъемлемая часть человеческой психики. Они воздействуют на поведение и непрофессиональных, и профессиональных инвесторов, но степень влияния различается. Излишняя эмоциональность у профессионального инвестора не проявляется в силу глубокого понимания им трендов и концептов торговли, долгих лет тренировок фиксации и контроля над эмоциональным состоянием в ситуации риска при обращении с большими суммами. Однако это не означает, что профессиональные инвесторы вообще не испытывают эмоции, совершая инвестиционные сделки. Скорее речь идет о контроле: он проявляется в том, что профессиональный инвестор реже будет корректировать инвестиционную стратегию под воздействием массовых смен настроения. Профессиональный инвестор выделяет время на отработку торговых (инвестиционных) навыков, постоянно изучает статистические данные, проявляет рефлексивность, т. е. стремится рационализировать процесс принятия решения, ограничивая влияние эмоционального аспекта мышления. Базовые принципы использования торговых (инвестиционных) стратегий этому и посвящены [Тоцаков 2008]:

- торговый счет должен быть достаточно большим, чтобы соответствовать рыночным условиям и обеспечивать необходимую безопасность и гибкость в принятии решений;
- для того, чтобы принимать разумные инвестиционные решения в соответствии с определенными сигналами рынка, необходима торговая философия и полезная привычка напоминать себе, что рынок объективен (за пределами человеческой воли и прогноза);
- важно делать паузу, если не получается торговать с прибылью (возможно, не хватает навыков, требуется анализ ошибок).

Проявление когнитивных искажений у непрофессиональных инвесторов в большей степени обусловлено чрезмерными эмоциональными реакциями и некомпетентностью как неспособностью обработать всю имеющуюся на рынке информацию и отсутствием времени на это. Также непрофессиональные инвесторы могут делать ошибочные выводы и принимать неудачные решения, но не осознавать эти ошибки из-за неполноты знаний, умений и навыков (эффект Даннинга–Крюгера³).

Инвесторы – не роботы, а люди, и многие когнитивные искажения имеют в своей основе эволюционную природу, а значит, для профессиональных и непрофессиональных инвесторов можно выделить группу общих когнитивных искажений. Причина общих когнитивных искажений заключается в том, что внешняя среда быстро меняется, а шаблоны мышления отстают в обновлении. Например, инвестор инстинктивно (для снижения дискомфорта от стресса) стремится сделать незнакомую ситуацию на рынке определенной; путем чрезмерной уверенности в своих силах он пытается держать под контролем благоприятный исход собственных инвестиций. На самом деле рыночная конъюнктура может измениться мгновенно, а корректировка инвестиционной стратегии не последует. В периоды же высокой волатильности такое затруднительно сделать даже профессиональ-

³ List of cognitive biases. Wikipedia (https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_cognitive_biases).

ному инвестору, риски которого растут по всему портфелю, и не факт, что выбранные стратегии позволят их избежать. Часть когнитивных искажений связана с профессиональной переутомляемостью в длительном периоде.

Таким образом, предлагается разделить когнитивные искажения на: общие, профессиональных и непрофессиональных инвесторов. Основа классификации данного распределения может быть представлена естественно-биологическими ограничениями (общие когнитивные искажения) человеческого мозга и степенью выраженности психоэмоционального фактора (искажения профессиональных и непрофессиональных инвесторов) в финансовом поведении.

При этом мы не постулируем, что какое-то из когнитивных искажений абсолютно не присуще профессиональным или непрофессиональным инвесторам. Речь идет о степени выраженности данного когнитивного искажения.

В таблице 2 приведено распределение когнитивных искажений на общие, а так же на искажения профессиональных и искажения непрофессиональных инвесторов.

Таблица 2

Группы общих когнитивных искажений, искажений у профессиональных и искажений у непрофессиональных инвесторов

Table 2

Groups of general cognitive biases, biases of professional and nonprofessional investors

Общие искажения
<p>«Иллюзия контроля» – ничем не подкрепленная вера инвестора в то, что он обладает всеми необходимыми знаниями и навыками, чтобы контролировать или влиять на процессы финансового рынка [Thompson 1999].</p> <p>«Эффект неоднозначности» – искажение, которое приводит инвестора к убыточным сделкам на финансовом рынке из-за недостатка информации относительно динамики активов [Ellsberg 1961].</p> <p>«Иллюзия кластеризации» – инвестор постоянно видит несуществующие торговые паттерны или сигналы на графиках при применении инструментов технического анализа финансового рынка [Kahneman, Riepe 1998].</p> <p>«Эффект самоуверенности» – ситуация, когда инвестор переоценивает свои знания, умения и навыки в процессе принятия инвестиционных решений [Pallier, Wilkinson, Danthiir, Kleitman, Knezevic, Stankov, Roberts 2002; Hirshleifer, Luo 2001].</p>
Когнитивные искажения профессиональных инвесторов
<p>«Профессиональная деформация» – появление депрессии, морального и физического истощения у инвестора, т. к. он находится зачастую в стрессовой ситуации во время торгов [Merton 1968, 198].</p> <p>«Консерватизм» – склонность инвестора необъективно оценивать изменения на финансовых рынках в силу чрезмерной уверенности в том, что в долгосрочном периоде рынок вернется к прежним параметрам [Kadiyala, Rau 2004].</p> <p>«Предпочтение нулевого риска» – предпочтение снижать до нуля риск по одному из активов, даже если неминимальные риски по компонентам портфеля минимизируют риск всего портфеля [Baron 2003].</p>
Когнитивные искажения непрофессиональных инвесторов
<p>«Неприятие потерь» – удержание в своем инвестиционном портфеле убыточного актива, который длительное время теряет в цене, несмотря на получение убытков по данному активу [Tversky, Kahneman 1992].</p> <p>«Победителей не судят» – стремление инвестора добиться положительного финансового результата любой ценой, не стараясь оценивать качество своих решений [Baron, Hershey 1988; König-Kersting, Pollmann, Potters, Trautmann 2021].</p>

«Ошибка в предсказаниях» – склонность обращать внимание на один, возможно неважный фактор, на основании которого моделируются будущие ценовые движения актива [Kahneman, Krueger, Schkade, Schwarz, Stone 2006].

«Эффект авторитета» – стремление инвестора постоянно прислушиваться к мнению экспертов и строго следовать их советам в части выбора объекта для инвестирования [Milgram 1963; Engelmann, Capra, Noussair, Berns 2009].

«Стадный эффект» – ситуация, когда инвестор принимает инвестиционное решение, подражая большинству [Brunnermeier 2001].

«Ошибка игрока» – ситуация, когда инвестор излишне осторожничает на растущем финансовом рынке и излишне рискует на падающем рынке в ожидании быстрой смены тренда [Beach, Swensson 1967].

«Эффект контраста» – резкое падение цены актива провоцирует инвестора на покупку, так как новая цена кажется низкой, и наоборот [Rossotti 1985; Hartzmark, Shue 2018].

«Синдром упущенных возможностей» – страх инвестора пропустить возможность вложиться в трендовый актив [Przybylski, Murayama, DeHaan, Gladwell 2013].

«Опережение» – склонность инвестора неоправданно рано входить в инвестиционную позицию в ожидании прибыли [Kukla 2006].

«Ускорение» – склонность инвестора совершать большое количество торговых операций в расчете, что по совокупности финансовый результат будет положительным [Kukla 2006].

«Склонность к поиску дополнительной информации» – склонность инвестора постоянно искать новую информацию об активе даже тогда, когда она не влияет на ценовую динамику актива [Nickerson 1998].

«Пристрастие к отечественным активам» – склонность инвесторов-новичков покупать финансовые активы их собственной страны [McQueen, Karlsson 2007].

Примечание: классификация является авторской.

Note: classification by the authors.

Источник: подбор когнитивных искажений сделан по ключевым словам «cognitive biases» и «financial market» из полнотекстовых баз научных публикаций.

Source: the set of cognitive biases was compiled with keywords “cognitive biases” and “financial market” from full text bases of scientific publications.

Поясним таблицу.

Группа 1. Общие когнитивные искажения.

Эффект неоднозначности предполагает, что люди обычно предпочитают скромный, но заранее известный результат, чем риски. У профессионального инвестора, имеющего в доверительном управлении активы клиентов, может возникнуть страх перед высокорискованными вложениями, т. к. он использует не свои деньги. Потеря денег клиентов – утрата репутации профессионального инвестора. Непрофессионального инвестора данное искажение может сдвигать в консервативную стратегию, которая предполагает получение небольшой доходности при минимальных рисках. Выбор высокорискованной стратегии предъявляет высокие требования к знаниям и навыкам инвесторов.

Иллюзия контроля. У профессионального инвестора может возникнуть иррациональная вера в то, что он способен влиять на события, которые объективно от него не зависят, особенно после получения положительного финансового результата в течение своей длительной инвестиционной деятельности. Также может возникнуть вера в незыблемость графических паттернов инвестиционной стратегии, которые приводили ранее инвесторов к прибыли (иллюзия кластеризации, эффект сверхуверенности). У непрофессионального инвестора данное искажение проявляется из-за его некомпетентности и ложной стереотипизации вследствие того, что он поверхностно понимает принципы технического анализа финансового рынка.

Причины: чрезмерность информационной среды, ограниченные когнитивные способности любого инвестора.

Группа 2. Когнитивные искажения профессиональных инвесторов.

Профессиональная деформация возникает в результате длительного ежедневного пребывания в рабочем процессе, что искажает его восприятие через призму профессиональных обязанностей и интересов.

Консерватизм проявляется в выборе хорошо проверенной стратегии инвестирования и недоверии к новым инструментам анализа, особенно если в доверительном управлении находятся деньги клиентов.

Предпочтение нулевого риска позволяет профессиональному инвестору снизить когнитивную нагрузку, убрав один из параметров риска из поля зрения, тем самым упростив задачу.

Причины: «замыливание глаза», когнитивная усталость, страх ухудшить репутацию.

Группа 3. Когнитивные искажения непрофессиональных инвесторов.

Все когнитивные искажения непрофессиональных инвесторов связаны с чрезмерными психоэмоциональными реакциями на предполагаемую возможность быстро разбогатеть, что усиливается некомпетентностью и неготовностью обучаться. Непрофессиональный инвестор занят постоянным поиском легких путей получить сверхприбыль от инвестиционной деятельности, не рефлексирует и не соблюдает базовые принципы инвестирования, неумеренно использует кредитное плечо, подвержен слухам, не ведет статистику своих сделок и др. Получить в такой ситуации систематическую прибыль маловероятно. У непрофессионального инвестора создается благодатная почва для проявления группы когнитивных искажений, с которыми профессиональные инвесторы учатся справляться.

Служит ли выходом из этой ситуации рост финансовой грамотности и осознанности непрофессиональных инвесторов?

Финансовая грамотность и когнитивные искажения: границы воздействия

Согласно Стратегии повышения финансовой грамотности на 2017–2023 гг. Правительства РФ⁴, «финансовая грамотность – результат, формирующийся в процессе получения финансового образования, который представляет собой комбинацию таких элементов, как осведомленность, знания, умения и поведенческие модели, необходимых для принятия эффективных финансовых решений и достижения финансового благосостояния». Данное определение допускает полную рациональность индивида, т. е. предполагает, что люди при принятии решений используют доступную информацию наилучшим образом с целью максимизировать выгоду. В результате повышения уровня финансовой грамотности в документе постулируется формирование рационального финансового поведения, которое включает разумные, осмысленные действия на финансовом рынке, с целью повысить материальный достаток и благополучие в будущем [Сушко 2014].

Говоря о роли когнитивных искажений на отечественном финансовом рынке, в первую очередь возникает вопрос о доверии к финансовому рынку. Уровень доверия определяется историей, семейными традициями, результатами успешных инвесторов и др. Горький опыт, который помнит взрослое поколение России, – обесцененные сбережения населения в результате «шоковой терапии» и гиперинфляции 1990-х гг. – до сих пор влияет на финансовое поведение. Вложения в финансовые пирамиды в эпоху становления рыночной эко-

⁴ Стратегия повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017–2023 годы. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 25 сентября 2017 г. № 2039-р.

номики вызывают страх перед ценными бумагами. Для узнаваемого проявления в поведении отечественных инвесторов когнитивных искажений, наблюдаемых зарубежными авторами, сама торговля физических лиц на финансовом рынке должна быть конституирована, стабильна и прозрачно настроена, чего пока не наблюдается. Более того, события на фондовом рынке весны 2021 г. вернули инвесторов на 30 лет назад.

Внедрение новых технологий и финансовая либерализация во всем мире сделали новые финансовые продукты и услуги доступными широкому кругу лиц. Между тем непонятно, смогут ли новые участники финансовой системы принимать более или менее оптимальные финансовые решения [Carpena, Cole, Shapiro, Zia 2011]. Рациональное финансовое поведение при наличии когнитивных искажений труднодостижимо и по сути служит эталоном уровня финансовой грамотности, а значит, реально формируется ограниченная финансовая грамотность. Наличие ограниченно рационального финансового поведения ставит вопрос о возможностях и уровне проявления финансовой осознанности и способностях применять полученные в ходе обучения финансовые знания при принятии инвестиционных решений.

Правительства, фирмы и некоммерческие организации предлагают программы финансового образования для решения данной проблемы. Финансовую грамотность оценивают не только по наличию знаний в области финансов, но и по установкам и поведению⁵.

Однако программы финансовой грамотности не так однозначно влияют на изменения финансового поведения индивида. Тесная связь между финансовым образованием и финансовым поведением отсутствует по нескольким причинам. Во-первых, сами программы повышения финансовой грамотности могут оказаться неэффективными, так как они включают краткий курс, который может быть неактуальным, неинформативным или неинтересным для целевой аудитории. Во-вторых, найти квалифицированных преподавателей может быть непросто [Carpena, Cole, Shapiro, Zia 2011]. В-третьих, нет универсального срока обучения, чтобы достичь желаемого результата в инвестиционной деятельности – следует тратить много ресурсов на отслеживание, контроль и самообучение торговле на финансовом рынке. В-четвертых, программы финансовой грамотности могут быть эффективны, но измерить изменение в финансовом поведении довольно сложно [Carpena, Cole, Shapiro, Zia 2011]. Эффект от программ может иметь отложенный характер, а преимущества от полученных знаний дифференцированы у разных социальных слоев населения: обучить – не значит изменить поведение.

С другой стороны, в работе [Кислицын 2020] рассмотрены причины низкой эффективности программ повышения финансовой грамотности: поведенческие факторы, «невозможность определить “финансово грамотное” поведение с позиции стороннего наблюдателя», а критерии оценки поведения либо носят процедурный характер, либо нормативны.

Когнитивные искажения затрудняют обучение инвестированию. Подключение системы 2 когнитивно затратно, требуются навыки обучения, готовность и ресурсы это делать. Гораздо проще попасть под влияние эффекта Даннинга-Крюгера и изобрести собственные торговые стратегии или присоединиться к стратегиям непроверенных инфлюенсеров («инфоцыган от инвестиций»).

Информирование потенциального инвестора о когнитивных искажениях [Zindel, Zindel, Quirino 2014] может помочь избежать ошибок в процессе принятия финансовых решений, распределения активов и, как следствие, улучшить будущие показатели. Благодаря систематизации информации о поведении инвесторов и их типовых ошибках принятия

⁵ Financial Literacy Competencies For Adults. OECD/INFE International Survey OFG20. (<https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-Financial-Literacy-Competencies.pdf>).

решений можно создать инструменты обучения, чтобы выявить когнитивные искажения в процессе торговли на финансовом рынке, что повысит результативность инвестиционной деятельности. Также акцент нужно сделать на борьбе с ошибками – формировать специальные навыки (саморефлексия перед принятием инвестиционного решения, кастомизация методов анализа финансового рынка, снятие психологического напряжения и др.) с учетом влияния когнитивных искажений на финансовое поведение. Задача максимум в этом процессе – выработать навыки и когнитивные схемы, снижающие потери от когнитивных искажений.

* * *

В ходе исследования рассмотрены подходы к пониманию финансовой грамотности инвестора и отмечена важность не просто иметь знания в области инвестирования, а необходимость формировать осознанное и ответственное финансовое поведение. Проведен обзор когнитивных искажений, рассматриваемых в научной литературе. Выявлено, что когнитивные искажения оказывают разное воздействие на профессиональных и непрофессиональных инвесторов, а отсутствие единой классификации для понимания степени влияния на поведение инвесторов обозначило необходимость группировать их с учетом уровня профессионализма. Таким образом, были выделены три группы когнитивных искажений: общие, профессиональных и непрофессиональных инвесторов. Было установлено, что основная причина когнитивных искажений у непрофессиональных инвесторов – их чрезмерная эмоциональность, низкая финансовая грамотность и осознанность.

Программы повышения финансовой грамотности не позволяют избавиться от ошибок выбора, связанных с когнитивными искажениями. Однако лекарство все же существует. Полученные результаты указывают на необходимость изменить программы повышения финансовой грамотности и включить в них практические инструменты, позволяющие выявлять и бороться с когнитивными искажениями, чтобы формировать рефлексивные навыки и когнитивные схемы.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

Кислицын Д.В. (2020) Программы повышения финансовой грамотности и финансовое поведение: почему люди не становятся «финансово грамотными»? // Вопросы экономики. № 9. С. 80–93. DOI: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-80-93>

Kislitsyn D.V. (2020) Programmy povysheniya finansovoy gramotnosti i finansovoe povedenie: pochemu lyudi ne stanovyatsya «finansovo gramotnymi»? [Financial Literacy Training Programs and Financial Behavior: Why People Do Not Become “Financial Literacy”]. *Voprosy ekonomiki*. no. 9, pp. 80–93. DOI: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-80-93> (In Russ.)

Сушко Е.Ю. (2014) Рациональность финансового поведения населения как фактор процветания финансового сектора // Мир экономики и управления. Т. 14. № 4. С. 99–110.

Sushko E.Yu. (2014) Racional'nost' finansovogo povedeniya naseleniya kak faktor procvetaniya finansovogo sektora [Rational Financial Behavior of Population as a Prosperity Factor of Financial Sector]. *Mir ekonomiki i upravleniya*. vol. 14, no. 4, pp. 99–110. (In Russ.)

Тошаков И. (2008) *Forex: игра на деньги. Стратегии победы*. СПб.: Питер. 256 с.

Toshchakov I. (2008) *Forex: igra na den'gi. Strategii pobedy* [Forex: Game for Money. Winning Strategies]. Saint Petersburg: Piter. 256 p. (In Russ.)

Adil M., Singh Y., Ansari M.S. (2022) How Financial Literacy Moderate the Association between Behaviour Biases and Investment Decision? // *Asian Journal of Accounting Research*. Vol. 7. No. 1. Pp. 17–30. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2020-0086>

Baker H.K., Kumar S., Goyal N., Gaur V. (2019) How Financial Literacy and Demographic Variables Relate to Behavioral Biases // *Managerial Finance*. Vol. 45. No. 1. Pp. 124–146. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0003>

Baron J. (2003) Value Analysis of Political Behavior. Self-Interested: Moralistic: Altruistic: Moral // *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 151. No. 3. Pp. 1135–1167.

Baron J., Hershey J.C. (1988) Outcome Bias in Decision Evaluation // *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol. 54. No. 4. P. 569.

Beach L.R., Swensson R.G. (1967) Instructions about Randomness and Run Dependency in Two-Choice Learning // *Journal of Experimental Psychology*. Vol. 75. No. 2. Pp. 279–282.

Benson B. (2019) Why Are We Yelling?: The Art of Productive Disagreement Portfolio. 288 p.

Brunnermeier M.K. (2001) Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding. Oxford: Oxford University Press on Demand. 244 p.

Campitelli G., Gobet F. (2010) Herbert Simon's Decision-Making Approach: Investigation of Cognitive Processes in Experts // *Review of General Psychology*. Vol. 14. No. 4. Pp. 354–364.

Carpena F., Cole S., Shapiro J., Zia B. (2011) The ABCs of Financial Literacy – Experimental Evidence on Attitudes, Behavior and Cognitive Biases. Preliminary Conference Draft – Not for General Distribution.

Ellsberg D. (1961) Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 75. No. 4. Pp. 643–669.

Engelmann J.B., Capra C.M., Noussair C., Berns G.S. (2009) Expert Financial Advice Neurobiologically “Offloads” Financial Decision-Making under Risk // *PLoS one*. Vol. 4. No. 3. Pp. e4957. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0004957>

Gigerenzer G., Todd P.M. (1999) Fast and Frugal Heuristics: The Adaptive Toolbox // In: *Simple Heuristics that Make Us Smart*. Oxford: Oxford University Press. Pp. 3–34.

Hartzmark S.M., Shue K. (2018) A Tough Act to Follow: Contrast Effects in Financial Markets // *The Journal of Finance*. Vol. 73. No. 4. Pp. 1567–1613.

Hirshleifer D., Luo G.Y. (2001) On the Survival of Overconfident Traders in a Competitive Securities Market // *Journal of Financial Markets*. Vol. 4. No. 1. Pp. 73–84.

Isidore R.R. (2019) The Relationship between the Income and Behavioural Biases // *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. Vol. 24. No. 47. Pp. 127–144. <https://doi.org/10.1108/JE-FAS-10-2018-0111>

Jain J., Walia N., Kaur M., Singh S. (2022) Behavioural Biases Affecting Investors' Decision-Making Process: A Scale Development Approach // *Management Research Review*. Vol. 45. No. 8. Pp. 1079–1098. <https://doi.org/10.1108/MRR-02-2021-0139>

Jonsson S., Söderberg I. L., Wilhelmsson M. (2017) An Investigation of the Impact of Financial Literacy, Risk Attitude, and Saving Motives on the Attenuation of Mutual Fund Investors' Disposition Bias // *Managerial Finance*. Vol. 43. No. 3. Pp. 282–298. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2015-0269>

Kadiyala P., Rau P.R. (2004) Investor Reaction to Corporate Event Announcements: Underreaction or Overreaction? // *The Journal of Business*. Vol. 77. No. 2. Pp. 357–386.

Kahneman D., Riepe M.W. (1998) Aspects of Investor Psychology // *Journal of Portfolio Management*. Vol. 24. No. 4. Pp. 52–65.

Kahneman D., Tversky A. (2000) *Choices, Values, and Frames*. New York; Cambridge, UK: Russell Sage Foundation.

Kahneman D., Krueger A.B., Schkade D., Schwarz N., Stone A.A. (2006) Would you be Happier if You Were Richer? A Focusing Illusion // *Science*. Vol. 312. No. 5782. Pp. 1908–1910.

- König-Kersting C., Pollmann M., Potters J., Trautmann S.T. (2021) Good Decision vs. Good Results: Outcome Bias in the Evaluation of Financial Agents // *Theory and Decision*. Vol. 90. No. 1. Pp. 31–61.
- Kukla A. (2006) *Mental Traps: A Field Guide to the Stupid Mistakes that Can Ruin Your Life*. Toronto: Doubleday Canada. 244 p.
- Malkiel B.G. (2003) The Efficient Market Hypothesis and Its Critics // *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 17. No 1. Pp. 59–82.
- McQueen G.R., Karlsson A. (2007) The Homeboy Bias: Evidence For and Determinants Of. (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.971177>)
- Merton R.K. (1968) *Social Theory and Social Structure*. New York: Simon and Schuster. 702 p.
- Milgram S. (1963) Behavioral Study of Obedience // *The Journal of Abnormal and Social Psychology*. Vol. 67. No. 4. Pp. 371–378.
- Nickerson R.S. (1998) Confirmation Bias: A Ubiquitous Phenomenon in Many Guises // *Review of General Psychology*. Vol. 2. No. 2. Pp. 175–220.
- Özen E., Ersoy G. (2019) The Impact of Financial Literacy on Cognitive Biases of Individual Investors // *Contemporary Issues in Behavioral Finance*. Emerald Publishing Limited. Vol. 101. Pp. 77–95.
- Pallier G., Wilkinson R., Danthiir V., Kleitman S., Knezevic G., Stankov L., Roberts R.D. (2002) The Role of Individual Differences in the Accuracy of Confidence Judgments // *The Journal of General Psychology*. Vol. 129. No. 3. Pp. 257–299.
- Parhi S.P., Pal M.K. (2022) Impact of Overconfidence Bias in Stock Trading approach: A Study of High Net Worth Individual (HNI) Stock Investors in India // *Benchmarking: An International Journal*. Vol. 29. No. 3. Pp. 817–834. (<https://doi.org/10.1108/BIJ-07-2020-0389>)
- Przybylski A.K., Murayama K., DeHaan C.R., Gladwell V. (2013) Motivational, Emotional, and Behavioral Correlates of Fear of Missing Out // *Computers in Human Behavior*. Vol. 29. No. 4. Pp. 1841–1848.
- Rossotti H. (1985) *Colour: Why the World Isn't Grey*. Princeton: Princeton University Press. 239 p.
- Simon H.A. (1978) Rationality as Process and as Product of Thought // *The American Economic Review*. Vol. 68. No. 2. Pp. 1–16.
- Stiglitz J.E. (1981) *Information and Capital Markets*. National Bureau of Economic Research. No. w0678.
- Thompson S.C. (1999) Illusions of Control: How We Overestimate Our Personal Influence // *Current Directions in Psychological Science*. Vol. 8. No. 6. Pp. 187–190.
- Tversky A., Kahneman D. (1974) Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases // *Science*. No. 185. Pp. 1124–1131.
- Tversky A., Kahneman D. (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty // *Journal of Risk and Uncertainty*. Vol. 5. Issue 4. Pp. 297–323.
- Zindel M.L., Zindel T., Quirino M.G. (2014) Cognitive Bias and Their Implications on the Financial Market // *International Journal of Engineering and Technology*. Vol. 14. No. 3. Pp. 11–17.

Информация об авторах

Рыжкова Марина Вячеславовна, доктор экономических наук, доцент, профессор Института экономики и менеджмента Томского государственного университета, заведующий Лабораторией психологической и финансовой безопасности человека в цифровом мире Томского государственного университета, профессор Бизнес-школы Томского политехнического университета. Адрес: 634050, Россия, г. Томск, пр. Ленина, 36. E-mail: marybox@inbox.ru

Кашапова Эльмира Рамисовна, старший преподаватель Бизнес-школы Томского политехнического университета; младший научный сотрудник Лаборатории психологической и финансовой

безопасности человека в цифровом мире Томского государственного университета. Адрес: 634050, Россия, г. Томск, пр. Ленина, 30. E-mail: kashapovaer@gmail.com

Дибров Артем Михайлович, старший преподаватель Института экономики и менеджмента Томского государственного университета. Адрес: 634050, Россия, г. Томск, пр. Ленина, 36. E-mail: dibrov5@yandex.ru

Костромина Арина Евгеньевна, студентка Института экономики и менеджмента Томского государственного университета. Адрес: 634050, Россия, г. Томск, пр. Ленина, 36. E-mail: kostromina.rina@gmail.com

About the authors

Marina V. Ryzhkova, Doctor of Sciences (Economics), Professor, Institute of Economics and Management, Tomsk State University, Head of the Laboratory of Psychological and Financial Human Security in the Digital World, Tomsk State University; Professor, Business School of Tomsk Polytechnic University. Address: 634050, Russia, Tomsk, Lenin Ave., 36. E-mail: marybox@inbox.ru

Elmira R. Kashapova, Senior Lecturer, the Business School of Tomsk Polytechnic University; Junior Research Fellow, Laboratory of Human Psychological and Financial Security in the Digital World, Tomsk State University. Address: 634050, Russia, Tomsk, Lenin Ave., 30. E-mail: kashapovaer@gmail.com

Artem M. Dibrov, Senior Lecturer, Institute of Economics and Management, Tomsk State University. Address: 634050, Russia, Tomsk, Lenin Ave., 36. E-mail: dibrov5@yandex.ru

Arina E. Kostromina, Student, Institute of Economics and Management, Tomsk State University. Address: 634050, Russia, Tomsk, Lenin Ave., 36. E-mail: kostromina.rina@gmail.com

Статья поступила в редакцию / Received: 05.05.2023

Статья поступила после рецензирования и доработки / Revised: 22.09.2023

Статья принята к публикации / Accepted: 22.11.2023