

Частные и коллективные инвестиции в популярные акции российских компаний

Александр Евгеньевич Абрамов

E-mail: abramov-ae@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-4285-9115
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Мария Игоревна Чернова

E-mail: chernova-mi@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-0144-1820
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Андрей Геннадьевич Косырев

E-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru, ORCID: 0000-0002-1951-4904
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Приход на биржу десятков миллионов частных инвесторов и вовлечение их в прямую торговлю акциями повышают актуальность исследований результативности этого относительно нового биржевого тренда. В статье впервые анализируется так называемый «народный портфель», публикуемый Московской биржей. Целью работы является изучение доходностей и рисков, ассоциированных с инвестированием в наиболее популярные акции на российском рынке, интерес к которым усиливает публикация «народного портфеля».

Настоящее исследование подтверждает наличие на внутреннем рынке акций феномена «мудрости толпы», проявляющегося в том, что доходность «народного портфеля» оказывается сопоставимой с широко используемыми индексами Московской биржи или даже выше. Схожие закономерности ранее были выявлены на американском фондовом рынке в исследованиях предпочтений частных инвесторов крупных онлайн-брокеров. В то же время повышаются риски стадного поведения частных инвесторов, включая их склонность совершать сделки с узким кругом акций, привлекающих повышенное внимание.

В статье показано, что, в отличие от традиционных механизмов формирования рисков стадного поведения инвесторов через социальные сети и онлайн-приложения брокеров, дополнительным источником таких рисков может стать и информация о «народном портфеле», популяризируемая биржей. Доходность «народного портфеля» существенно уступает более диверсифицированным портфелям акций российских компаний, повышая риски использования частными инвесторами активных торговых стратегий. Рост популярности биржевых паевых инвестиционных фондов пока не позволяет частным инвесторам воспользоваться преимуществами более широкой диверсификации, поскольку в активах указанных фондов преобладают те же акции, что и в «народном портфеле». Инвестиции в более диверсифицированные факторные стратегии могли бы существенно повысить эффективность вложений как частных инвесторов, так и биржевых фондов по сравнению с вложениями в акции «народного портфеля». Это также способствовало бы увеличению финансирования новых и растущих компаний на Московской бирже.

Ключевые слова: народный портфель, фондовый рынок, частный инвестор, факторные стратегии, паевые инвестиционные фонды, диверсификация

JEL: G10, G11, G17, G40

Финансирование: статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС

Для цитирования: Абрамов А. Е., Чернова М. И., Косырев А. Г. Частные и коллективные инвестиции в популярные акции российских компаний // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 1. С. 8–26. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>.

© Абрамов А. Е., Чернова М. И., Косырев А. Г., 2025

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>

Private and Collective Direct Investments in Popular Shares of Russian Companies

Alexander E. Abramov¹, Maria I. Chernova², Andrey G. Kosyrev³

^{1, 2, 3} RANEPА, Moscow, Russian Federation

¹ abramov-ae@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4285-9115>

² chernova-mi@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0144-1820>

³ kosyrev-ag@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0002-1951-4904>

Abstract

The arrival of tens of millions of private investors to the stock exchange and their involvement in direct stock trading increases the relevance of empirical studies of the effectiveness of their strategies. The article analyzes for the first time the return and risks of the so-called people's portfolio published by the Moscow Exchange. The aim is to study the profitability and risks associated with investing in the most popular stocks on the Russian market, which are highlighted by the publication of the people's portfolio. This study confirms the phenomenon of "wisdom of the crowd" in the domestic stock market, as it shows that the yield of the people's portfolio is comparable with or even higher than that of the widely used Moscow Exchange indices. We reveal similar patterns in the investment preferences of private investors among Russian and American brokers. At the same time, the risk of herding behavior of private investors keeps increasing along with the concentration of their trades in a narrow range of high-profile stocks. In contrast to traditional mechanisms of increasing the risk of investors' herding behavior through social networks and online brokerage applications, we show that popularization of people's portfolio by the stock exchange can have a similar effect. The returns of the people's portfolio are significantly lower than more diversified portfolios of Russian companies, which increases private investors' risks from active trading strategies. The growing popularity of exchange-traded mutual funds does not yet allow private investors to take advantage of broader diversification, as the assets of these funds are dominated by the same stocks as in the people's portfolio. Investing in more diversified passive factor strategies could significantly improve the performance of both private investors and exchange-traded funds compared to investing in people's portfolio stocks. It would also help to improve the financing of new and growing companies on the Moscow Exchange.

Keywords: people's portfolio, stock market, private investor, factor strategies, mutual investment funds, diversification

JEL: G10, G11, G17, G40

Funding: The article was prepared within the framework of the RANEPА state assignment research program.

For citation: Abramov A.E., Chernova M.I., Kosyrev A.G. (2025). Private and Collective Direct Investments in Popular Shares of Russian Companies. *Financial Journal*, 17 (1), 8–26 (in Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-1-8-26>.

© Abramov A.E., Chernova M.I., Kosyrev A.G., 2025

ВВЕДЕНИЕ

Проблемы результативности прямых инвестиций в акции обстоятельно рассматриваются в различных эмпирических исследованиях. Обсуждение данных проблем вряд ли может привести к однозначным выводам, однако до недавнего времени преобладающей являлась точка зрения, что активная торговля акциями разрушительно влияет на благосостояние инвестора (см., напр., [Barber, Odean, 2000]).

Исследования торговой активности клиентов американского брокера Robinhood, сыгравшего роль новатора в процессе демократизации инвестиций частных инвесторов, показывают, что сводный портфель акций, наиболее активно торгуемых частными инвесторами, на том или ином временном горизонте может обыгрывать популярные фондовые индексы и приносить положительную избыточную доходность. То, с чем связан указанный феномен, и то, насколько он является устойчивым, — эти вопросы активно обсуждаются в исследованиях разных экономистов [Welch, 2020; Eaton et al., 2022; Barber et al., 2022, 2024].

В статье рассматриваются индикаторы «народного портфеля» (НП) Московской биржи, структура которого состоит из акций, наиболее активно торгуемых частными инвесторами на бирже. Целью статьи является изучение доходностей и рисков, ассоциированных с инвестированием в наиболее популярные акции на российском рынке, на которых еще более концентрирует внимание неискушенных инвесторов публикация НП непосредственно биржей. Этот информационный продукт косвенно подталкивает неопытных инвесторов к сделкам именно с акциями НП, что делает особенно важным анализ данного портфеля и его рисков. Насколько известно авторам, эмпирический анализ НП с привлечением количественных методов и полной исторической глубиной выполняется впервые в России.

Нами произведена оценка среднесрочной доходности НП, показавшая, что накопленная доходность указанного портфеля незначительно превышает доходности как индекса Мосбиржи, так и индекса широкого рынка.

В исследовании обосновано, что структура НП отражает чрезмерную концентрацию торговой активности частных инвесторов на акциях крупных эмитентов с высокой зависимостью от спроса со стороны иностранных инвесторов, что в условиях санкций порождает риски низкой будущей доходности вложений в указанные акции. При этом как сам «народный портфель», так и сравниваемые с ним фондовые индексы Московской биржи недостаточно диверсифицированы и являются инструментами привлечения повышенного внимания частных инвесторов к ограниченному кругу акций.

На примере выборки биржевых фондов акций показано, что их портфели также сконцентрированы на узком круге акций крупных компаний, аналогичных НП. При этом указанные фонды не решают проблему доступности для массового инвестора вложений в акции компаний второго и третьего эшелона с более высоким потенциалом роста доходности при ограничении соответствующих рисков за счет диверсификации вложений и снижения уровня информационной асимметрии.

Структура статьи выглядит следующим образом. В первой части рассматриваются теоретические аспекты эффективности прямых вложений в акции частных инвесторов. Во второй части анализируются параметры доходности и риска НП Московской биржи. В третьей части раскрываются состав и структура портфелей биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФов) акций, производится их сравнение с «народным портфелем». В четвертой части доходности НП и ряда индексов Московской биржи сравниваются с доходностями факторных стратегий. В заключении приводятся выводы и предложения.

ТЕОРИЯ ОБ ИНВЕСТИЦИЯХ НАСЕЛЕНИЯ В АКЦИИ

В академических работах, посвященных прямым инвестициям в акции частных инвесторов, преобладают предположения о том, что такие вложения со стороны недостаточно информированных и склонных к стадному поведению инвесторов ведут к дополнительным рискам и более низкой доходности индивидуальных портфелей по сравнению с доходностью фондовых индексов. В классической работе Б. Барбера и Т. Одеана [Barber, Odean, 2000], где авторам была предоставлена возможность проанализировать реальные портфели 78 тыс. клиентов одного из крупнейших онлайн-брокеров США на шестилетнем периоде, показано, что из-за избыточной самоуверенности (*overconfidence*), проявляющейся в повышенной торговой активности, портфели частных инвесторов существенно проигрывали фондовым индексам. Это опровергает предположения теории рациональных ожиданий в поведении инвесторов С. Гроссмана и Дж. Стиглица [Grossman, Stiglitz, 1980] о том, что те торгуют акциями до тех пор, пока предельная выгода от такой торговли равняется или превышает ее предельные издержки.

По расчетам Б. Барбера и Т. Одеана, среднестатистическое домохозяйство в выборке обновляло около 75% своего портфеля обыкновенных акций за год. При этом именно транзакционные издержки и высокая частота торговли, а не сам по себе выбор портфеля объясняют низкую инвестиционную эффективность домохозяйств. Доходность портфелей домашних хозяйств до вычета транзакционных издержек оказалась равной доходности взвешенного по капитализации широкого индекса акций американских компаний. Однако средняя чистая доходность после транзакционных издержек инвесторов отставала от рыночного индекса примерно на 1,1% в год. В своем исследовании Барбер и Одеан приходят к выводу, что высокая торговая активность частных инвесторов разрушительно влияет на их благосостояние. Кроме того, опыт частных инвесторов удивительно похож на инвестиционный опыт взаимных фондов, средняя оборачиваемость портфеля которых составляет 77%, что соответствует показателю для индивидуальных портфелей инвесторов. При этом средний паевой инвестиционный фонд отстает от простого рыночного индекса, а частая торговля активами ПИФов снижает доходность.

Однако в ряде исследований зафиксированы особенности применения инвестиционных стратегий у нового поколения инвесторов, что может быть связано с существенным снижением транзакционных издержек при совершении сделок через брокеров, влиянием социальных сетей и иными факторами (см., напр., [Файзулин, 2024]).

Относительно высокая доходность портфеля популярных акций может быть связана с феноменом «мудрости толпы». Еще в начале XX века ученый из Великобритании Ф. Гальтон [Galton, 1907] обнаружил на одной из сельскохозяйственных ярмарок в ходе конкурса по отгадыванию веса быка, что наиболее близкой к фактическому весу была медианная оценка 800 участников. При этом оценки каждого человека по отдельности существенно отклонялись от истинного значения. Данный случай описан в книге Дж. Суrowsьески [Surowiecki, 2005] и обобщен до следующего вывода: при большом количестве лиц с независимым суждением их субъективные взгляды компенсируют друг друга так, что коллективная оценка оказывается наиболее точной. Более подробно феномен «мудрости толпы» в финансовой сфере рассматривается, например, в обзорах Ирины Рябовой¹, исследованиях Е. Чирковой [Чиркова, 2010], Ю. Воронова [Воронов и др., 2018] и др.

Эмпирические проверки этого феномена на современных фондовых рынках проводились с использованием клиентских портфелей брокеров в США. В работе А. Уэлча [Welch, 2020, 2022] оценивались показатели сводного портфеля акций клиентов американской

¹ Рябова И. Сила и слабость коллективного разума. Эконс. 2019. URL: <https://econs.online/articles/ekonomika/sila-i-slabost-kollektivnogo-razuma/>.

брокерской компании Robinhood в 2018–2020 гг., который автор называет «инвестиционный портфель мудрости толпы». Веса акций в нем рассчитывались ежедневно пропорционально количеству частных инвесторов, владеющих ими по данным статистики, раскрываемой брокером. Наибольший удельный вес в указанном портфеле занимали акции самых крупных и наиболее ликвидных компаний с учетом ряда исключений в пользу некоторых популярных в соцсетях акций и пострадавших во время эпидемии COVID акций компаний «старой экономики» (например, авиа- или туристических компаний).

По расчетам А. Уэлча [Welch, 2020, 2022], на рассматриваемом трехлетнем горизонте указанный портфель показал значимую положительную избыточную доходность (коэффициент альфа) по сравнению с доходностью государственных облигаций в CAPM-модели с применением широкого фондового индекса с корректировкой на безрисковую ставку (альфа Йенсена), а также в пятифакторной модели Фамы — Френча. Столь позитивные результаты сводного портфеля частных инвесторов авторы объясняют удачным выбором времени входа в рынок (*market timing*) и применением стратегии инерционного инвестирования в наиболее ликвидные акции крупных эмитентов. Так, важным критерием отбора для молодых инвесторов брокера Robinhood были объемы торгов акциями крупных эмитентов в течение года до сделки. В регрессионной модели значительную часть доходности сводного инвестиционного портфеля объясняли переменные, характеризующие ликвидность акций в виде количества торгуемых акций и объемов торгов в долларах.

В статье Г. Итона и др. [Eaton et al., 2022] показано, что изменения во вложениях в акции у клиентов Robinhood не имеют положительной связи с их будущей доходностью, в целом указанные инвесторы, как правило, ориентированы на импульсную торговую стратегию (*momentum-oriented*) и склонны к стадному поведению. По сравнению с клиентами более крупных американских онлайн-брокеров (Schwab, Fidelity и др.), торговые стратегии инвесторов Robinhood в большей мере шумовые² и способствуют росту волатильности доходности рынка акций, в то время как инвесторы других брокеров влияют на ее снижение.

В исследовании [Barber et al., 2022], проведенном на основании тех же данных брокера Robinhood за 2018–2020 гг., что и в упомянутых выше работах [Welch, 2020; 2022; Eaton et al., 2022], показано, что содержание упрощенной информации в смарт-приложении этого брокера оказывает значимое воздействие на поведение частных инвесторов, подталкивая их к покупке наиболее крупных акций, упоминаемых в списке «Тор Мover» (акции с наибольшим изменением процентной доходности на текущий момент времени). Более активные покупки акций, привлекающих внимание (*attention-driven buying*), ведут к стадному поведению и повышенной волатильности доходности указанных акций. Использование торговой стратегии покупки акций, привлекающих внимание, оказывает отрицательное влияние на последующую краткосрочную доходность. Авторы также обнаружили, что совокупная доходность пользователей Robinhood не отличается от нуля при тестировании с использованием стандартных факторных моделей ценообразования активов.

В другой статье [Barber et al., 2024] показано, что сделки розничных инвесторов приносят низкие результаты из-за концентрации внимания на узком круге выпусков акций. При этом мелкие сделки, которые, как правило, совершаются менее состоятельными и искушенными инвесторами, больше сосредоточены на привлекающих внимание акциях и работают хуже, чем крупные сделки.

² Шумовой трейдер (англ. *noise trader*) — инвестор, совершающий сделки на бирже на основе не объективных факторов, а новостей, слухов, маркетинга брокера, собственных убеждений и прочих сигналов, которые собирательно называют экономическим шумом. В результате таких сделок увеличиваются объемы торгов акциями и меняются их цены без наличия каких-то научно или фактологически обоснованных причин. Это отклоняет цены акций от их рыночной или справедливой стоимости в моменте и повышает волатильность.

В публикации Х. Мяо раскрываются данные ресурса Vanda Research о том, что за девятилетний период с января 2014 г. по октябрь 2023 г. накопленная доходность среднего портфеля акций частных инвесторов составила около 152% по сравнению с аналогичным показателем индекса S&P 500 в размере 140%³. В индексе Vanda Research преобладают акции технологических компаний. Только Apple, Tesla и Nvidia составляют в нем около 40%.

С начала 2020 г. на своем сайте брокерская компания Robinhood ежемесячно раскрывает сравнительную статистику роста Robinhood Investor Index (RII) в сопоставлении с динамикой индекса NASDAQ Composite Index⁴. RII включает 100 наиболее популярных у клиентов этого брокера акций, а вес каждой акции в портфеле определяется стоимостью клиентских активов, инвестированных в нее. По нашим расчетам по состоянию на июль 2024 г., исходя из значения обоих индексов на начало 2020 г. накопленная доходность RII составляла 147,5% и значительно уступала индексу NASDAQ с доходностью 199,9%.

При анализе результативности прямых вложений в акции со стороны частных инвесторов в научной литературе преобладает в целом осторожный подход к оценке их успешности. Опережающий рост индексных инвестиционных фондов в мире подтверждает гипотезы, обосновывающие выгоды пассивных и коллективных инвестиций для указанных инвесторов. Вместе с тем развитие финансовых технологий, снижение транзакционных и иных барьеров для совершения биржевых сделок физическими лицами, активный маркетинг со стороны социальных сетей и некоторых лидеров общественного мнения в условиях отставания роста коллективных инвестиций и пенсионных фондов во многих странах, включая Россию, в последние годы вызывают рост интереса населения к биржевым сделкам с акциями и иными базовыми активами.

Стадному поведению инвесторов во многом способствовало распространение социальных сетей и мобильных приложений для частных инвесторов. С одной стороны, согласно исследованиям социолога М. Грановеттера, выход за пределы сильных форм связей (круга родственников и знакомых) позволяет людям более оперативно получать полезную для них информацию [Granovetter, 1983], что предопределяет преимущества социальных сетей. С другой стороны, развитие социальных сетей и цифровизация инвестиционного процесса способствуют синхронизации поведения частных инвесторов под влиянием рекомендаций лидеров общественного мнения, распространения рекомендательных алгоритмов, внедрения элементов геймификации в популярные приложения и пользовательские интерфейсы, что нередко приводит к иррациональным инвестиционным решениям ([Knorr-Cetina, 2003; Wang, 2021; Chaudhry, Kulkarni, 2021; Pal et al., 2021; Barber et al., 2022; Hüller et al., 2023]; Financial Stability Board, 2022⁵ и др.).

Из-за искажения информационного потока через призму технологий розничные инвесторы зачастую склоняются к покупке акций узкого круга наиболее известных компаний [Hafeez et al., 2022] или наиболее крупных компаний [Подгорный, 2013]. В этом контексте важно учитывать не только цифровые технологии, но и информацию, распространяемую самой биржей. Так, публикация «народного портфеля» Московской биржей является типичным примером еще большей концентрации внимания на крупнейших и наиболее известных акциях, усугубляющей проблему низкой диверсификации портфелей частных инвесторов.

³ Miao H. Who You Calling Dumb Money? Everyday Investors Do Just Fine // The Wall Street Journal online. October 23, 2023. URL: <https://www.wsj.com/finance/stocks/who-you-calling-dumb-money-everyday-investors-do-just-fine-9dd63892>.

⁴ https://robinhood.com/us/en/investor-index/#rix_disclosures.

⁵ Gaming trading: how trading apps could be engaging consumers for the worse. Financial Conduct Authority (FCA). 21.11.2022. URL: <https://www.fca.org.uk/publications/research-articles/gaming-trading-how-trading-apps-could-be-engaging-consumers-worse>.

Академические дискуссии о преимуществах и недостатках активного участия частных инвесторов на российском рынке акций ведутся редко. В этих условиях нам представляется особо актуальным проведение анализа успешности вложений частных инвесторов в акции российских компаний на основании статистики «народного портфеля», раскрываемой Московской биржей.

ОПИСАНИЕ «НАРОДНОГО ПОРТФЕЛЯ» НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ

Отслеживание предпочтений частных инвесторов на внутреннем рынке акций Московской биржа впервые начала в 2020 г. На страницах своего сайта она стала публиковать отчеты с названием «Выбор частного инвестора», которые вплоть до января 2022 г. были самостоятельным документом, состоявшим из трех блоков: наиболее популярные акции российских компаний, иностранных эмитентов и биржевых фондов и ETFs. После приостановки торгов акциями в феврале 2022 г. на один месяц Московская биржа прервала публикацию данных на шесть месяцев. После этого информация о выборе инвесторов сократилась до акций внутренних эмитентов, а сам портфель перестал быть самостоятельным продуктом и был совмещен с отчетами об итогах торгов на рынке акций⁶. В названии также происходили трансформации: до 2022 г. использовалось название «Народный портфель», с января 2022 г. — «Выбор инвесторов», с августа 2022 г. — «Выбор частных инвесторов». В деловых СМИ и среди публикаций профессиональных участников рынка за этим списком наиболее популярных акций закрепилось первоначальное название «народный портфель» (НП).

Состав НП всегда включает 10 акций, которые определяются по следующей схеме. Для каждой акции, по каждому физическому лицу, участвовавшему в организованных торгах Московской биржи, включая клиентов — физических лиц, операции которых осуществлялись со счетов доверительного управления, рассчитывается нетто-объем (разница в объеме покупок и продаж) на отчетную дату. Затем позиции частных инвесторов по каждой бумаге агрегируются и выбирается топ 10 акций российских компаний. На последнем этапе рассчитывается доля бумаг в НП. Таким образом, каждый месяц в список включаются наиболее покупаемые среди частных инвесторов акции.

За четыре года с момента первой публикации в НП побывала 21 ценная бумага, из которых две — привилегированные акции, а остальные — обыкновенные (табл. 1). Всего Московская биржа опубликовала отчет о составе НП 42 раза (48 месяцев с 2020 по 2023 г., с учетом шести месяцев приостановки в 2022 г.). Акции Сбера и Газпрома входили в топ покупок частных инвесторов в каждом месяце, а акции Лукойла, Норильского никеля, привилегированные акции Сбера и Сургутнефтегаза покидали топ покупок не более одного-двух раз за все четыре года. Таким образом, шестерка акций крайне устойчиво лидирует не столько по весу или абсолютным объемам покупки, сколько по постоянству внимания инвесторов.

Тройка акций — Сбер, Газпром и Лукойл — доминирует как по популярности среди инвесторов, так и в ведущих индексах Московской биржи: основном и индексе голубых фишек. Однако предпочтения частных инвесторов в НП отличаются в пользу гораздо большей доли акций Сбера по состоянию на 2023 г. и большей концентрации крупнейших эмитентов. Более основательно представлены крупнейшие дивидендные акции. Так, доля привилегированных акций Сбера и Сургутнефтегаза в 2023 г. достигала соответственно 7,7 и 5,8%, помимо того, что обыкновенные акции трех основных эмитентов в НП также характеризуются высокой дивидендной доходностью. Общая статистика НП показана в табл. 1.

⁶ Фондовый рынок. Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s2184>.

Таблица 1

Статистика состава НП Московской биржи и сопоставление с индексами, %

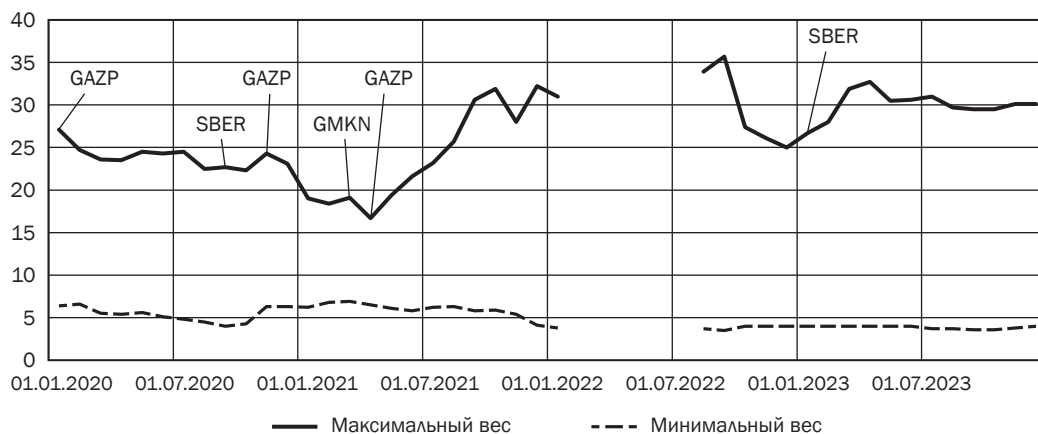
	Месяцев в НП	Средний вес в НП за год				Вес в индексе (2023 г.)	
		2020	2021	2022	2023	Мосбиржи	Голубых фишек
SBER	42	16,1	12,4	21,1	30,0	12,59	17,36
GAZP	42	23,6	23,6	29,9	18,5	11,56	15,94
LKOH	40	11,1	6,3	10,3	12,0	14,23	19,01
SBERP	41	7,9	7,5	6,1	7,7	2,44	
GMKN	41	9,3	15,4	9,6	7,4	6,98	9,63
SNGSP	40	6,2	5,9	5,1	5,8	2,77	
ROSN	20	1,5		4,1	5,3	2,53	3,48
YNDX	31	4,0	3,0	5,2	5,3	1,49	2,05
NVTK	16			3,4	3,9	3,4	4,69
MGNT	9	1,8			1,9	1,92	2,65
MTSS	21	2,6	4,1	3,2	1,0	1,12	
TATN	3	0,3			0,6	6,06	8,35
CHMF	16	3,5	3,4	0,7	0,3	1,97	2,71
PLZL	1				0,3	2,33	3,21
VTBR	19	7,0	3,0	0,9		0,95	
NLMK	4		1,4	0,7		1,65	2,27
AFLT	17	3,5	6,6			0,51	
MAGN	7		3,4			1,27	
POLY	5		2,7			0,32	
MAIL	4	1,2	1,2				
HYDR	1	0,5				0,26	
Всего разных акций в НП		16	15	13	14		

Источник: составлено авторами по данным Московской биржи.

С конца 2021 г. наметился тренд поляризации выбора частных инвесторов. Популярность одной акции выросла и превысила 30% в составе покупок (рис. 1). До начала 2023 г. лидировали акции Газпрома, а с января 2023 г. – Сбера. Таким образом, почти треть чистых покупок инвесторов приходилась только на одну акцию.

Рисунок 1

Максимальный и минимальный веса акции в составе НП в 2020–2023 гг., %



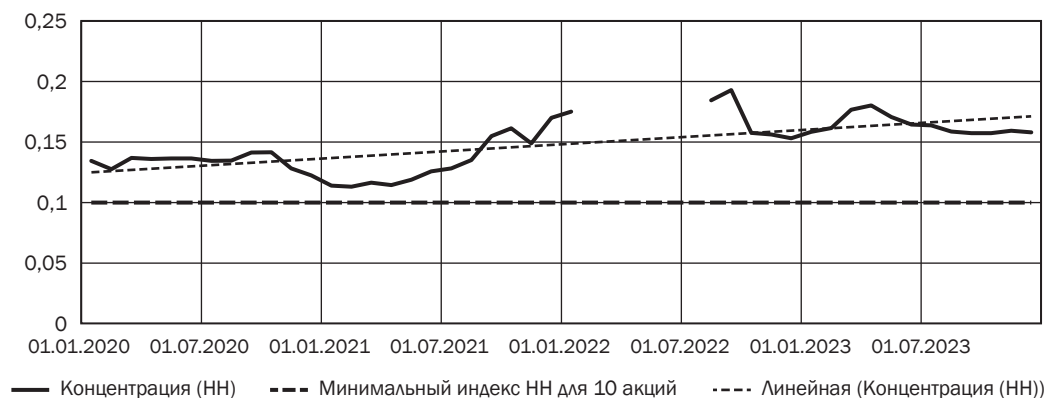
Примечания: тикерами на линии максимального веса обозначены первые месяцы смены акции с максимальным весом; точка без обозначения – лидер не сменился; SBER – ПАО «Сбербанк», GAZP – ПАО «Газпром», GMKN – ПАО «Норильский никель».

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Концентрация НП продолжает расти (рис. 2). Для иллюстрации использован индекс Херфиндала — Хиршмана (НН), который рассчитывается как сумма квадратов весов каждой акции⁷. Динамика индекса схожа с различиями в максимальном и минимальном весах.

Рисунок 2

Индекс концентрации акций в составе НП в 2020–2023 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

По нашему мнению, НП Московской биржи можно рассматривать как своего рода витрину анализируемых в теоретической части статьи акций, привлекающих внимание, а сам по себе НП, равно как и наиболее популярные фондовые индексы Московской биржи, является инструментом указанных акций среди частных инвесторов.

Специфика торговли акциями, привлекающими внимание, заключается в том, что они реализуются в условиях, когда в силу санкций внутренний рынок покинули нерезиденты, на которых до 2022 г. приходилось около 70% акций, находящихся в свободном обращении. По данным Московской биржи, на частных инвесторов приходится более 70% биржевых сделок с акциями. Рост стоимости большинства акций в НП ограничен из-за отсутствия спроса со стороны нерезидентов. С точки зрения перспектив роста стоимости повышаются шансы роста акций небольших и новых компаний, в торгах которыми не участвовали иностранные инвесторы. Однако торговая активность частных инвесторов продолжает концентрироваться на ограниченном круге крупнейших эмитентов, что ограничивает доходность их вложений.

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ «НАРОДНОГО ПОРТФЕЛЯ»

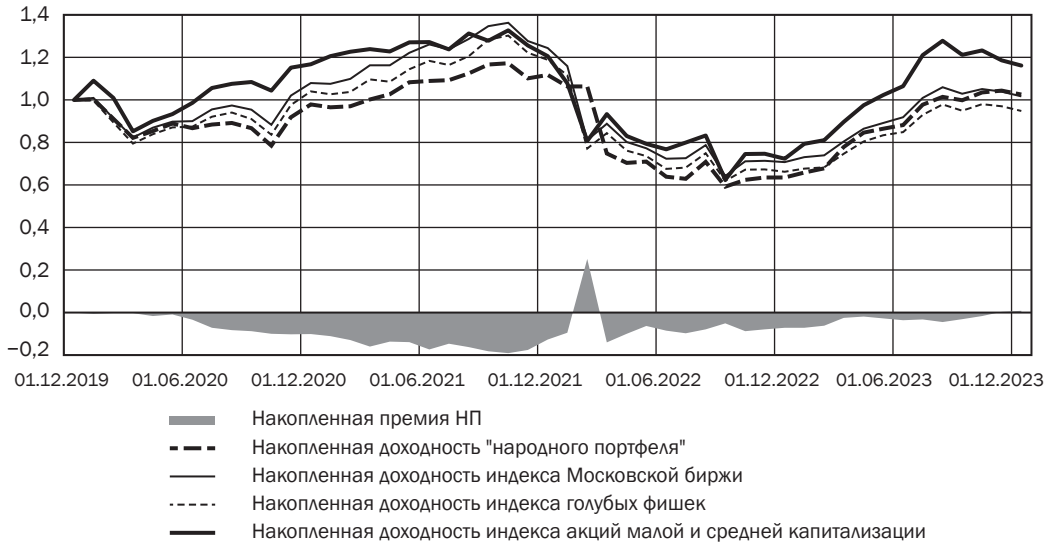
Несмотря на внимание инвестиционного сообщества к информации о НП, мы не нашли публикаций, посвященных оценкам параметров доходности и риска указанного портфеля. Не раскрывает указанную информацию и Московская биржа.

По доходности НП исторически немного проигрывал индексу Московской биржи, однако сравнялся с ним к концу 2023 г. По сравнению с концом 2019 г., индекс Московской биржи, широкий индекс и НП выросли соответственно на 1,75; 2,64 и 2,58% за четыре года накопленным итогом. Вплоть до декабря 2023 г. НП проигрывал всем индексам, кроме индекса голубых фишек (рис. 3).

⁷ Минимальный возможный размер индекса для портфеля из 10 акций достигается при одинаковых весах всех акций и равен $10 \cdot (10\%)^2 = 0,1$, а максимальный равен 1 при весе 100% одной акции и 0% — остальных.

Рисунок 3

Накопленная доходность НП и индексов в 2020–2023 гг.



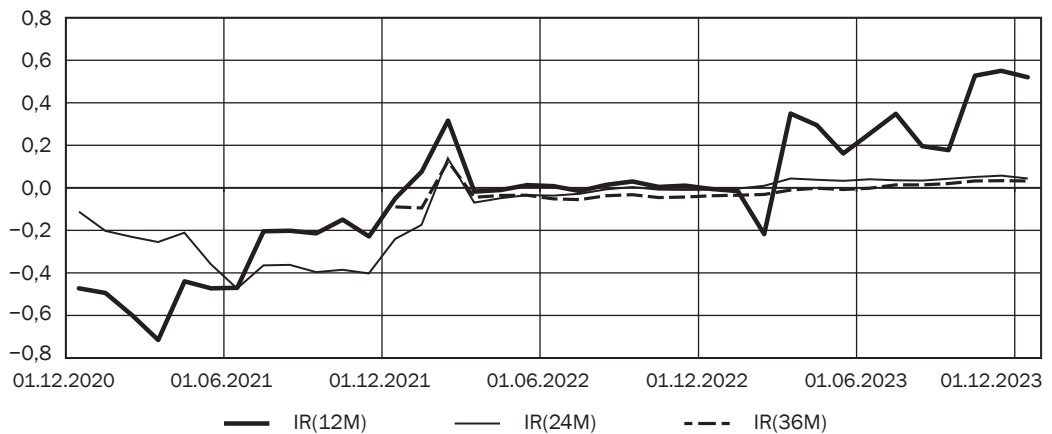
Примечание: конец 2019 г. = 1.

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Если рассчитать премию НП по сравнению с индексом Московской биржи по средней доходности (ошибка отслеживания) на трехлетних горизонтах, то она составит $-3,90$ и $+3,34$ процентного пункта с 2020 по 2022 г. и с 2021 по 2023 г. Оценка не может быть полной без сопоставления рисков. Классическим показателем для этого является информационный коэффициент, который сопоставляет значение премии портфеля по отношению к некоторому эталонному портфелю с тем дополнительным риском, который приносит отклонение от бенчмарка. Информационный коэффициент рассчитывается как отношение средней ошибки отслеживания и ее волатильности на интервалах в один, два и три года скользящим окном.

Рисунок 4

Информационные коэффициенты на горизонте одного, двух и трех лет, скользящим окном, в 2020–2023 гг.



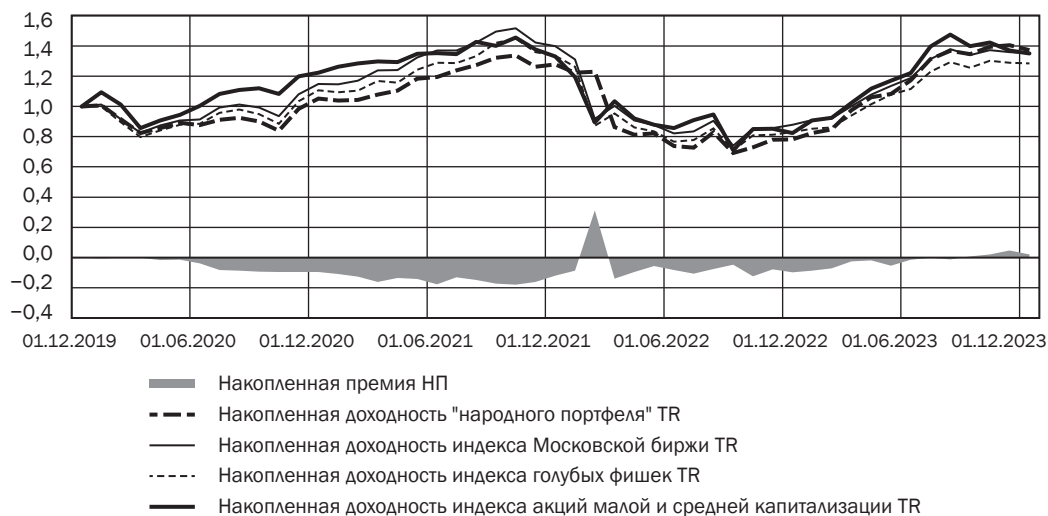
Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Более краткосрочные доходности НП ожидаемо волатильны, до конца 2021 г. преимущественно отрицательны, поэтому на горизонте одного года индекс Московской биржи имел более высокую доходность (рис. 4 выше). Затем частные инвесторы выбирали такие акции, которые росли несколько быстрее индекса, что привело к росту информационного коэффициента. Однако на более долгосрочных горизонтах эта тенденция сглаживается, информационный коэффициент положителен, но близок к нулю. Это говорит о том, что получаемые сверх доходности индекса премии приводят к значительному повышению риска, что в результате не улучшает сводные индикаторы портфеля.

Стратегия инвестирования в акции НП незначительно выгоднее портфелей популярных фондовых индексов с точки зрения дивидендов из-за отмечавшейся выше склонности частных инвесторов к дивидендным акциям (рис. 5). НП с учетом всех выплаченных дивидендов проигрывал индексу Московской биржи вплоть до конца 2023 г. Накопленная общая доходность НП составила 37,2%, индекса Московской биржи – 34,98%, индекса голубых фишек – 28,35% и индекса акций малой и средней капитализации – 34,95%. Общая доходность НП рассчитывалась как сумма курсовой и дивидендной доходностей по каждой акции, причем дивидендная доходность оценивалась как отношение дивиденда на одну акцию к ее средней цене за последний год без учета месяца выплаты (закрытия реестра).

Рисунок 5

Накопленная доходность НП и индексов с учетом дивидендов в 2020–2023 гг.



Примечание: конец 2019 г. = 1.

Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Понять, насколько отклоняется выбор частных инвесторов от бенчмарка, позволяет оценка меры активности «народного портфеля» по методике К. Кремерса и А. Петайисто [Cremers, Petajisto, 2009]. Чем больше ее значение, тем более активным считается портфель. Часто упоминается условная шкала соответствия активной доли уровню пассивности портфеля, хотя научно эти диапазоны не обоснованы. Значение активной доли от 0 до 20% соответствует пассивной стратегии, свыше 60% – активному управлению.

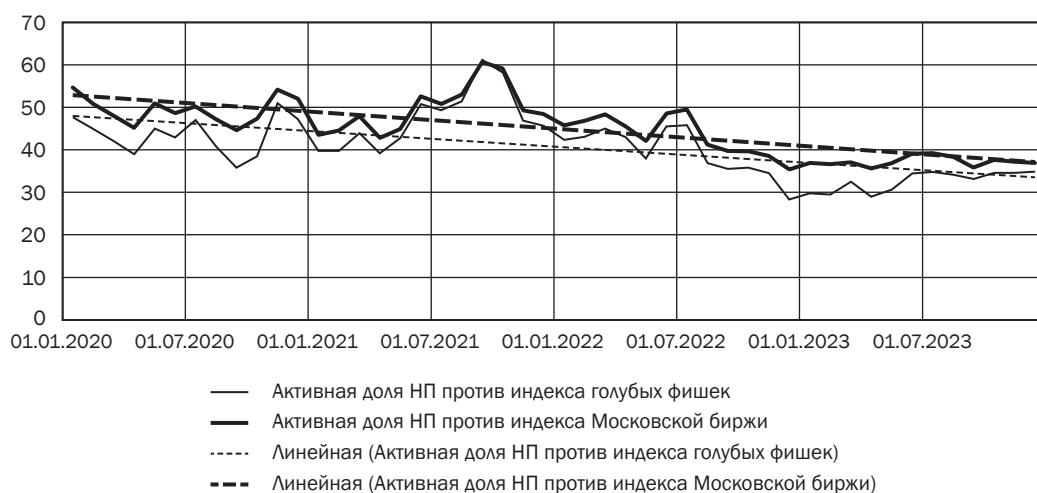
Активная доля оценивается как сумма абсолютных отклонений весов между портфелем и его бенчмарком (формула 1). Если какие-то акции встречаются только в портфеле или в бенчмарке, то множества акций объединяются, а в том портфеле, в котором они отсутствуют, их вес принимается за ноль.

$$\text{Активная доля} = \frac{1}{2} * \sum_{i=1}^N |w_{\text{портфеля},i} - w_{\text{бенчмарка},i}| \quad (1)$$

Мера активной доли НП снижается, что говорит о сближении со структурой портфеля индекса Московской биржи (рис. 6). Еще меньше его отклонение от индекса голубых фишек. Это свидетельствует о том, что наибольшей популярностью пользуются акции с большой капитализацией, чей вес высок в соответствующих индексах.

Рисунок 6

Активная доля НП против индексов Московской биржи и голубых фишек, 2020–2023 гг., %



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи.

Таким образом, выбор частных инвесторов все больше стремится к совпадению с составом и структурой основных индексов. Избыточная доходность в результате отклонения от бенчмарков в пользу более высокой доли в «народном портфеле» трех крупнейших эмитентов и дивидендных акций не компенсируется ростом рисков от снижения диверсификации. Причем эталонные портфели также не являются лучшими с точки зрения диверсификации, так как значительно смещены в пользу эмитентов с высокой капитализацией, которые в прошлом были более зависимы от иностранных инвесторов. На долгосрочном временном горизонте НП сложно назвать успешным, однако не наблюдается и сильного провала из-за высокой схожести его с индексами.

ПРИВЛЕКАЮЩИЕ ВНИМАНИЕ АКЦИИ И БИРЖЕВЫЕ ФОНДЫ

Помимо прямых инвестиций в акции, частные инвесторы инвестируют в них через биржевые ПИФы, популярность которых в последние годы растет.

Анализ портфелей биржевых фондов и определение наиболее популярных в их портфелях акций («Выбор БПИФов») производились по разработанной нами методологии оценки, которая имитирует действия Московской биржи по отбору акций для НП. Выбор БПИФов рассчитан до ноября 2023 г. с учетом запаздывания раскрытия информации о фондах.

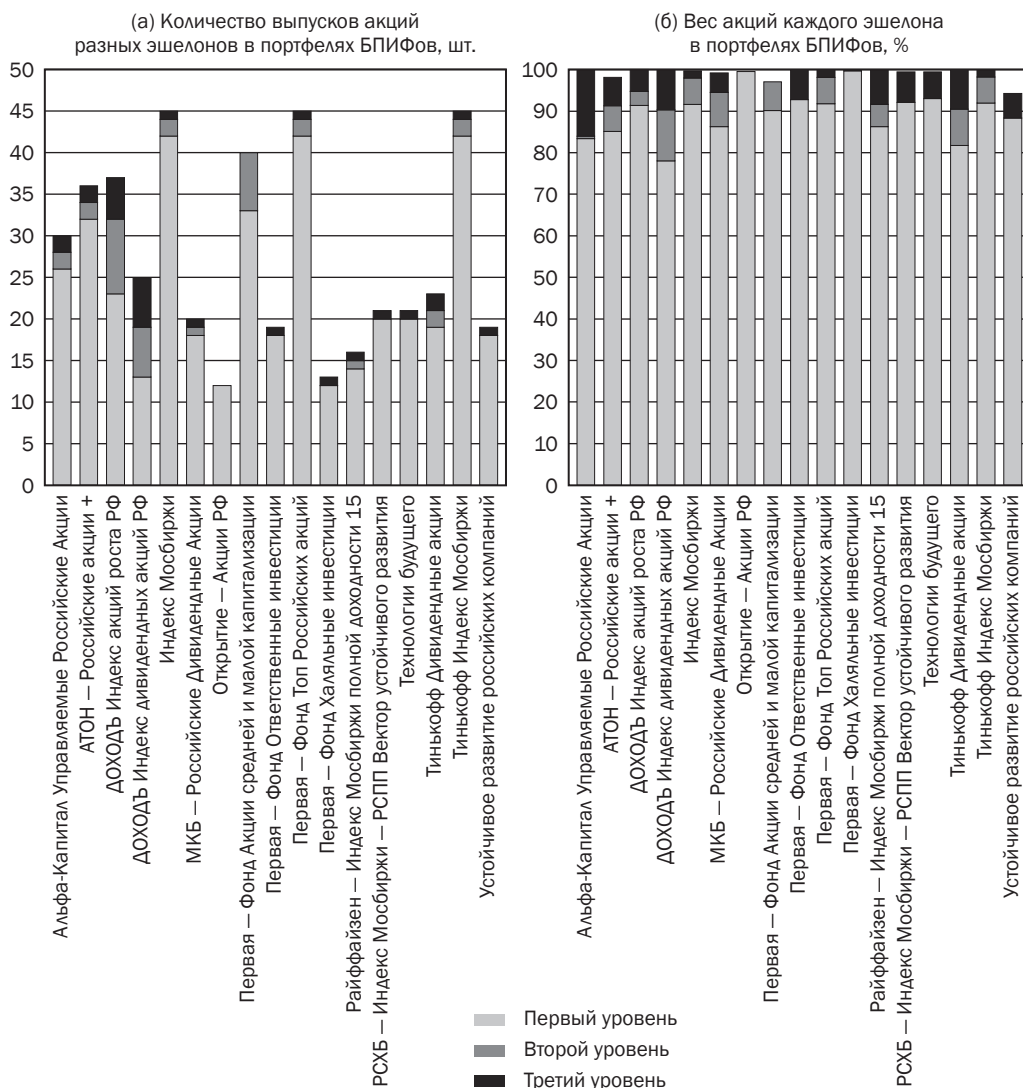
Собраны данные о 17 БПИФах акций (из 35), в портфелях которых содержится более 94% российских акций и акций иностранных компаний, ведущих деятельность в России. Среди рассматриваемых фондов есть три пассивных индексных фонда, которые следуют

за индексом Московской биржи: БПИФы управляющей компании (УК) ВИМ инвестиции «Индекс Мосбиржи», УК Первая «Топ российских акций» и УК Т-Капитал (ранее — Тинькофф Капитал) «Индекс Мосбиржи». Топ 18 акций в составе 17 фондов, в которые отобраны акции с общей стоимостью в портфелях более 850 млн руб., характеризуют 78,1% всего сводного портфеля БПИФов. Лидерами по инвестициям у БПИФов являются Лукойл (6990 млн руб.), Сбер (5573 млн руб.) и Газпром (4567 млн руб.), которые лидируют также и в НП.

В БПИФах со стратегиями, ориентированными на малые компании или на широкую диверсификацию с большим числом акций, доля акций второго и третьего уровней листинга в портфелях оставалась крайне низкой (рис. 7). Как и частные инвесторы, профессиональные управляющие предпочитают инвестиции преимущественно в акции крупных и ликвидных компаний.

Рисунок 7

Количество акций и их вес в портфелях БПИФов акций по уровням листинга, ноябрь 2023 г.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи и Investfunds.ru.

Для сопоставления подходов к отбору и корректировке портфеля ценных бумаг профессиональными управляющими БПИФов и частными инвесторами необходима оценка того, какие акции наиболее часто покупали фонды. Это можно рассчитать на основе динамики стоимости пакетов каждой акции в портфелях, а также стоимости самих акций. Для иллюстрации подхода за основу взяты портфели БПИФов в октябре и ноябре 2023 г.

Оценка чистого притока денежных средств в каждую акцию (прокси нетто-объема покупок) рассчитывается следующим образом (формула 2):

$$\begin{aligned} \text{Чистый приток в акцию}_{i,j} = & \text{Стоимость}_{i,j,t} - \\ & - \text{Стоимость}_{i,j,t-1} * \text{Прирост цены}_i, \end{aligned} \quad (2)$$

где $\text{Стоимость}_{i,j,t}$ — стоимость пакета акций i в составе портфеля БПИФа j в месяц t ,

$\text{Прирост цены}_i = \left[\frac{\text{Цена}_{i,t,2023}}{\text{Цена}_{i,t-1,2023}} \right]$ — прирост цен на акции i за месяц t .

Указанный показатель характеризует объем денежных средств, которые были вложены или, напротив, изъяты из той или иной акции каждым БПИФом. Причем аналогично подходу Московской биржи для расчета НП отрицательные нетто-объемы не учитываются.

Выбор БПИФов акций значительно отличается от выбора частных инвесторов. В первой десятке акций по чистому объему покупки отсутствуют такие голубые фишки, как Газпром и Сбер, присутствует вошедший в третий эшелон Магнит, а также отличается состав привилегированных акций. Доминируют акции МТС, TCG Group, Лукойла и OZON. Стоит подчеркнуть, что в структуре покупок БПИФов доминировал фонд «Альфа-Капитал Управляемые Российские Акции», остальные фонды пассивны и редко или незначительно пересматривают портфели.

Наши расчеты показывают осторожность БПИФов при вложении в акции компаний, которые проводили IPO на бирже в 2022–2023 гг. По данным на ноябрь 2023 г., в составе их портфелей присутствовали акции только Вуш Холдинга — это единственный участник всех проведенных IPO за 2022–2023 гг. Анализ чистых покупок БПИФов показывает, что фонды приобретают более разнообразные акции по сравнению с покупками частных инвесторов. Однако данное разнообразие обеспечивается ограниченным набором не самых крупных фондов, слабо меняя консервативный сводный портфель биржевых фондов акций в целом. В таких условиях инвестиционные портфели БПИФов не являются более привлекательными для частных инвесторов по сравнению с прямыми инвестициями в акции, преобладающими в НП. Более доходные и рискованные прямые инвестиции в акции второго и третьего эшелонов осуществляются ограниченным числом состоятельных квалифицированных инвесторов, которые могут позволить себе нести повышенные риски. Потенциал БПИФов в части более активного привлечения инвестиций в акции растущих и новых компаний средств более широкого круга инвесторов при более низких рисках за счет эффектов диверсификации портфеля в данном случае используется недостаточно.

СРАВНЕНИЕ С АЛЬТЕРНАТИВНЫМИ СТРАТЕГИЯМИ

С учетом того, что текущий состав НП и портфелей биржевых фондов не предоставляет инвесторам широких возможностей достижения более выгодного компромисса между риском и доходностью, предлагается рассмотреть иные подходы, которые могли бы исправить ситуацию. Одним из наиболее популярных подходов являются факторные стратегии — стратегии преимущественно пассивного инвестирования в диверсифицированные портфели акций, отбираемые на основании того или иного финансового мультипликатора или другого критерия (размера компании, показателей P/B, P/E, Div Yield, доходности прошлых периодов, ликвидности акций, структуры собственности компаний и др.).

Для примера рассмотрены факторные стратегии, которые рассчитаны с учетом дивидендов по основным группировкам для широкого круга акций⁸.

Если принять конец декабря 2019 г. за единицу, то накопленная стоимость инвестиций в НП составила 37% за 2020–2023 гг. (рис. 8). При этом доходность большинства факторных стратегий выше и превышает 50% за тот же промежуток, что достигается большим числом акций в портфеле и эффективностью инвестиций в те или иные факторы. Стоит отметить, что акции малых компаний показывают самый большой рост, однако и обладают самым большим риском и подвержены манипуляциям на рынке, что и наблюдалось на пике их роста в 2023 г.

Рисунок 8

Накопленный инвестиционный результат для факторных стратегий, индекса Московской биржи и индекса голубых фишек с учетом дивидендов, декабрь 2019 = 1, 2020–2023 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Московской биржи и базы данных «Факторы риска акций на российском рынке 2023»

Несмотря на то, что доходность НП несколько превышает доходность индекса Московской биржи с учетом дивидендов, он проигрывает более диверсифицированным стратегиям достаточно сильно.

Факторные стратегии, в отличие от НП, бенчмарков Московской биржи и портфелей БПИФов, совмещают в себе сразу несколько эффектов: фундаментальные премии за риск, высокую диверсификацию и возможность управлять портфелем с учетом стадии деловых циклов. Более подробно эти эффекты описаны в работе [Абрамов и др., 2019]. Сложность их применения обусловлена большой стоимостью первоначальных инвестиций для создания таких портфелей. Поэтому предлагается формирование новой линейки фондов, ориентированных на подобные стратегии. Это позволит через механизм коллективных инвестиций реализовать факторные стратегии с небольшими издержками, так как они преимущественно автоматизированы, с учетом сохранения ликвидности вложений

⁸ Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2023624760, Российская Федерация. «Факторы риска акций на российском рынке 2023»: № 2023623696: заявл. 01.11.2023; опубл. 19.12.2023 / А. Д. Радугин, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова; заявитель — РАНХиГС.

(более детально это обосновано в диссертации М. Черновой [Чернова, 2023]). Таким образом, факторные стратегии могли бы стать альтернативой имеющимся инвестиционным инструментам, однако для их развития необходима популяризация этого направления на уровне, сопоставимом с популяризацией «народного портфеля».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ эффективности «народного портфеля» приводит к выводам, во многом схожим с результатами эмпирических исследований торговой активности частных инвесторов у американских онлайн-брокеров. Аналогично выводам Уэлча [Welch, 2020] для портфеля клиентов брокера Robinhood, доходность НП Московской биржи с декабря 2019 г. по декабрь 2023 г. соответствовала популярным индексам Московской биржи как по курсовой, так и по полной доходности и даже немного превышала ее. Основу НП составлял небольшой круг наиболее часто упоминаемых акций, в котором доминировали акции всего трех эмитентов. Сам НП, как и индексы Московской биржи, с преобладанием в их структуре ограниченного круга акций крупных эмитентов, можно рассматривать как инструмент популяризации узкого круга акций для прямых вложений и сделок со стороны частных инвесторов.

Мы не располагаем данными о доходности и рисках индивидуальных портфелей акций частных инвесторов у брокеров, однако, следуя принципам моделирования доходности недостаточно диверсифицированных портфелей методом случайного отбора акций [Bessembinder, 2018; Bessembinder et al., 2019; Чернова, 2023], можно предполагать, что подавляющая доля указанных портфелей будет уступать рыночной доходности. На практике обычно это сопровождается наличием некоторого узкого круга инвесторов, которые будут получать значительную доходность из-за большей информированности или иных причин, уравнивая проигрыши массовых портфелей. Даже в современных условиях, вероятно, остаются актуальными выводы Барбера и Одеана [Barber, Odean, 2000] о том, что активная торговля частных инвесторов разрушительно влияет на их благосостояние.

В этих условиях, несмотря на соответствующую рыночной доходности НП, можно рекомендовать российским частным инвесторам более осторожно относиться к прямым биржевым сделкам с акциями, отдавая предпочтение вложениям в БПИФы акций с широким диверсифицированным портфелем.

Значительными рисками преобладающих в НП акций крупнейших компаний может обернуться их зависимость от «замороженного» спроса со стороны иностранных инвесторов при ограниченном инвестиционном потенциале внутренних инвесторов. В таких условиях более интересными для инвесторов с точки зрения перспективной доходности могут становиться акции малых и средних компаний, не привлекавших ранее вложения иностранных инвесторов. Повышенная доходность акций указанных компаний сопряжена с более высокими рисками, однако ими можно управлять через инвестиционные фонды с диверсифицированными портфелями и низкими издержками.

Несмотря на то, что большинство рассмотренных БПИФов, за редким исключением, владеют теми же акциями, которые присутствуют в НП, их результаты могут быть лучше, чем у индивидуальных портфелей за счет эффектов диверсификации, масштабирования и более низких альтернативных издержек инвесторов.

Управляющим активами ПИФов можно рекомендовать более внимательно относиться к развитию новых для российского рынка портфельных стратегий, таких как факторные. Представленные нами расчеты показывают, что в силу эффекта более полной диверсификации и учета специфики поведения отдельных категорий акций на разных стадиях делового цикла доходность указанных стратегий существенно превышает доходность как НП, так и наиболее популярных фондовых индексов Московской биржи.

Более широкая диверсификация портфелей акций частных инвесторов и БПИФов может способствовать не только росту благосостояния граждан, но и ускорению трансформации российской экономики за счет финансирования компаний роста и новых эмитентов, приходящих на биржу.

Список источников

1. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 48–76. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>.
2. Воронов Ю. М., Ерова Т. В., Рожкова А. С. Мудрость толпы: дискурсивные стратегии и нарративы // Интеллигенция и мир. 2018. № 4. С. 43–61.
3. Подгорный Б. Б. Спрос и предложение на российском фондовом рынке: Социально-экономический анализ // Современные Исследования Социальных Проблем. 2013. № 3 (23). С. 22. <http://dx.doi.org/10.12731/2218-7405-2013-3-23>.
4. Чернова М. И. Коллективные инвестиции и факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных портфелей инвесторов. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Москва, 2023.
5. Чиркова Е. В. Психологические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках // Электронный журнал «Корпоративные финансы». 2010. № 1 (13). С. 74–83.
6. Barber B., Lin S., Odean T. Resolving a Paradox: Retail Trades Positively Predict Returns but Are Not Profitable // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2024. Vol. 59. Iss. 6. P. 2547–2581. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000601>.
7. Barber B., Odean T. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors // The Journal of Finance. 2000. Vol. 55. Iss. 2. P. 773–806. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226>.
8. Barber B. M., Huang X., Odean T., Schwarz C. Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users // Journal of Finance. 2022. Vol. 77. Iss. 6. P. 3141–3190. <https://doi.org/10.1111/jofi.13183>.
9. Bessembinder H. Do Stocks Outperform Treasury Bills? // Journal of Financial Economics. 2018. Vol. 129. Iss. 3. P. 440–457. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.004>.
10. Bessembinder H., Chen T.-F., Choi G., Wei K. C. Do Global Stocks Outperform US Treasury Bills? // SSRN. 2019. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3415739>.
11. Chaudhry S., Kulkarni C. Design Patterns of Investing Apps and Their Effects on Investing Behaviors. In: Proceedings of the 2021 ACM Designing Interactive Systems Conference. New York: Association for Computing Machinery, 2021. P. 777–788. <https://doi.org/10.1145/3461778.3462008>.
12. Cremers K. J. M., Petajisto A. How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance // The Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22. Iss. 9. P. 3329–3365. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.891719>.
13. Eaton G. W., Green T. C., Roseman B., Wu Y. Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence from Brokerage Outages // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 146. P. 502–528. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3776874>.
14. Francis G. Vox populi // Nature. 1907. Vol. 75. P. 450–451. URL: <https://www.nature.com/articles/075450a0>.
15. Granovetter M. The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited // Sociological Theory. 1983. Vol. 1. P. 201–233. <https://doi.org/10.2307/202051>.
16. Grossman S., Stiglitz J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // American Economic Review. 1980. Vol. 70. Iss. 3. P. 393–408.
17. Hafeez B., Kabir M. H., Wongchoti U. Are retail investors really passive? Shareholder activism in the digital age // Journal of Business Finance Accounting. 2022. Vol. 49. № 3–4. P. 423–460. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12583>.
18. Knorr-Cetina K. From Pipes to Scopes: The Flow Architecture of Financial Markets // Distinktion: Journal of Social Theory. 2003. Vol. 4. № 2. P. 7–23. <https://doi.org/10.1080/1600910X.2003.9672857>.
19. Pal A., Indapurkar K., Gupta K. P. Gamification of financial applications and financial behavior of young investors // Young Consumers. 2021. Vol. 22. № 3. P. 503–519. <https://doi.org/10.1108/YC-10-2020-1240>.
20. Surowiecki J. The Wisdom of Crowds. New York: Anchor Books, 2005. 306 p.
21. Wang S. Consumers Beware: How Are Your Favorite “Free” Investment Apps Regulated? // Duke Law Technology Review. 2021. Vol. 19. № 1. P. 43–58. URL: <https://scholarship.law.duke.edu/dltr/vol19/iss1/3>.
22. Welch I. Retail Raw: Wisdom of the Robinhood Crowd and the Covid Crisis // NBER Working Paper. 2020. № 27866.
23. Welch I. The Wisdom of the Robinhood Crowd // The Journal of Finance. 2022. Vol. 77. Iss. 3. P. 1489–1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>.

References

1. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. (2019). Pricing models of shares of Russian companies and their practical application. *Voprosy Ekonomiki*, 3, 48–76 (in Russ). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>.
2. Voronov Y.M., Erova T.V., Rozkova A.S. (2018). Wisdom of the Crowd: Discursive Strategies and Narratives. *Intelligencija i mir – Intelligentsia and the World*, 4, 43–61 (in Russ).
3. Podgornyi B.B. (2013). Supply and Demand in the Russian Stock Market: Socio-Economic Analysis. *Sovremennye Issledovaniya Social'nyh Problem – Modern Studies of Social Issues*, 3 (23) (in Russ) <http://dx.doi.org/10.12731/2218-7405-2013-3-23>.
4. Chernova M.I. (2023). Collective investments and factor strategies as tools for individual portfolios of private investors. Diss. for the degree of Cand. Sci. (Econ.). Moscow (in Russ).
5. Chirkova E.V. (2010). Psychological Theories of Group Behavior and Their Applicability to Explaining Herd Behavior in Financial Markets. *Elektronnyj zhurnal «Korporativnye Finansy» – Electronic Journal «Corporate Finance»*, 1 (13), 74–83 (in Russ).
6. Barber B., Lin S., Odean T. (2024). Resolving a Paradox: Retail Trades Positively Predict Returns but Are Not Profitable. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59 (6). <https://doi.org/10.1017/S0022109023000601>.
7. Barber B., Odean T. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55 (2), 773–806. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226>.
8. Barber B.M., Huang X., Odean T., Schwarz C. (2022). Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users. *The Journal of Finance*, 77 (6), 3141–3190. <https://doi.org/10.1111/jofi.13183>.
9. Bessembinder H. (2018). Do Stocks Outperform Treasury Bills? *Journal of Financial Economics*, 129 (3), 440–457. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.004>.
10. Bessembinder H., Chen T.-F., Choi G., Wei K.C. (2019). Do Global Stocks Outperform US Treasury Bills? SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3415739>.
11. Chaudhry S., Kulkarni C. (2021). Design Patterns of Investing Apps and Their Effects on Investing Behaviors. In: Proceedings of the 2021 ACM Designing Interactive Systems Conference. New York: Association for Computing Machinery. P. 777–788. <https://doi.org/10.1145/3461778.3462008>.
12. Cremers K.J.M., Petajisto A. (2009). How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance. *The Review of Financial Studies*, 22 (9), 3329–3365. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.891719>.
13. Eaton G.W. et al. (2022). Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence from Brokerage Outages. *Journal of Financial Economics*, 146, 502–528. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3776874>.
14. Francis G. (1907). Vox populi. *Nature*, 75, 450–451. URL: <https://www.nature.com/articles/075450a0>.
15. Granovetter M. (1983). The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited. *Sociological Theory*, 1, 201–233. <https://doi.org/10.2307/202051>.
16. Grossman S., Stiglitz J.E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70 (3), 393–408.
17. Hafeez B., Kabir M.H., Wongchoti U. (2022). Are retail investors really passive? Shareholder activism in the digital age. *Journal of Business Finance Accounting*, 49 (3–4), 423–460. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12583>.
18. Knorr-Cetina K. (2003). From Pipes to Scopes: The Flow Architecture of Financial Markets. *Distinktion: Journal of Social Theory*, 4 (2), 7–23. <https://doi.org/10.1080/1600910X.2003.9672857>.
19. Pal A., Indapurkar K., Gupta K.P. (2021). Gamification of financial applications and financial behavior of young investors. *Young Consumers*, 22 (3), 503–519. <https://doi.org/10.1108/YC-10-2020-1240>.
20. Surowiecki J. *The Wisdom of Crowds*. New York: Anchor Books, 2005. 306 p.
21. Wang S. (2021). Consumers Beware: How Are Your Favorite “Free” Investment Apps Regulated? *Duke Law Technology Review*, 19 (1), 43–58. URL: <https://scholarship.law.duke.edu/dltr/vol19/iss1/3>.
22. Welch I. (2020). Retail Raw: Wisdom of the Robinhood Crowd and the Covid Crisis // NBER Working Paper. № 27866.
23. Welch I. (2022). The Wisdom of the Robinhood Crowd // *The Journal of Finance*. Vol. 77. Iss. 3. P. 1489–1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>.

Информация об авторах

Александр Евгеньевич Абрамов, кандидат экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Мария Игоревна Чернова, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Андрей Геннадьевич Косырев, научный сотрудник ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Information about the authors

Alexander E. Abramov, Candidate of Economic Sciences, Head of Laboratory, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Maria I. Chernova, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Andrey G. Kosyrev, Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Статья поступила в редакцию 15.08.2024

Одобрена после рецензирования 30.11.2024

Принята к публикации 07.02.2025

The article submitted August 15, 2024

Approved after reviewing November 30, 2024

Accepted for publication February 7, 2025