

# ТЕОРИЯ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ КАК СУЩЕСТВЕННЫЙ ФАКТОР ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ УСЛОВИЙ ПРИ ПРИНЯТИИ РЕШЕНИЙ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Н.П. Гришина

В статье изложены основы теории поведенческих финансов, определяющей из которых является теория перспектив Д. Канемана и А. Тверски, представлены предпосылки ее появления, а также обзор проведенных исследований в данной области. Подробно рассмотрены три основных блока в поведении индивидуума, на которых строится теория поведенческих финансов: настрой как принятое внутреннее решение или знание; поведенческие предпочтения; пределы арбитража. Подняты фундаментальные проблемы экономической теории в целом и рынка ценных бумаг в частности, которые в свете поведенческих финансов приобретают новое решение. Дана оценка поведенческого риска в процессе принятия решения и оптимизации управления портфелем ценных бумаг.

На современном этапе под воздействием развития смежных наук происходит масштабный сдвиг научной парадигмы финансов. Эта проблема является сейчас общей для всех сфер знаний. Причин тому много, и основные из них – это международная интеграция в науке и появление новых технологий и нестандартных подходов к традиционным научным проблемам. Чем больше наука развивается, тем больше новых вопросов возникает.

Проблемы современной теории финансов, как и теорий в других отраслях экономики, обусловлены двойственностью целей: 1) определить оптимальный выбор индивидуума; 2) описать процесс его реального выбора. Классическая теория финансов в полном объеме справляется с первой целью, однако абсолютно беспомощна в достижении второй. Подобные проблемы в финансовой науке позволяют предположить, что новая парадигма будет сочетать в себе элементы неоклассической теории и черты теории поведенческих финансов.

Сторонники теории поведенческих финансов утверждают, что психология проникает во все три компонента традиционной парадигмы: рациональное поведение, модель САРМ и эффективный рынок.

Альтернативой количественным теориям ценообразования на финансовые активы и методам оптимизации портфеля являются так называемые «поведенческие финансы» – относительно молодое направление, критикующее результаты количественных методов. Предметом поведенческих финансов является изучение влияния присутствия человека на финансовые рынки. В стандартном курсе финансов отсутствует человек.

Поведенческие финансы – это учение о том, как психология влияет на принятие решений в домашних хозяйствах, на финансовых рынках и в организациях. Это не предполагает, что участники финансовых отношений будут рациональными, а рынки лишены трений. Исследователи считают, что институциональная среда является жизненно важной. Отправной точкой для них является ограничение рациональности всех элементов финансовой структуры.

Поведенческие финансы изучают причины и следствия неэффективности финансовых рынков: где встречаются неэффективности рынка и почему они существуют; почему простым инвесторам свойственно ошибаться; почему арбитражеры не исправляют неэффективности рынка.

Финансовый рынок эффективен тогда и только тогда, когда цена каждой ценной бумаги равна ожиданию приведенной стоимости будущих доходов на эту ценную бумагу (т.е. ее фундаментальной стоимости). В 1978 г. Дженсен назвал эффективность финансовых рынков самым хорошо эмпирически доказанным фактом.

Существует несколько форм эффективности финансового рынка.

Слабая форма эффективности рынков обусловлена гипотезой о случайном блуждании: доходность акций не может быть спрогнозирована на основе использования

информации о прошлой доходности. Действительно, довольно сложно распознать какую бы то ни было закономерность во временных рядах доходности акций, однако феномен «перереакции» противоречит гипотезе случайного блуждания. Поэтому даже в слабой форме рынок может быть неэффективен.

Средне-сильная форма эффективности финансовых рынков: доходность акций не должна быть прогнозируема на основе любой общедоступной информации. Однако Фама и Френч обнаружили интересную эмпирическую закономерность: используя отношение балансовой стоимости к рыночной стоимости акций компании, можно предсказать скорректированную на риск доходность акций.

Сильная форма эффективности финансовых рынков: доходность акций не может быть спрогнозирована на основе использования любой информации. Поэтому даже использование инсайдерской информации не должно приносить сверхприбылей. Однако инсайдеры, имеющие информацию о компании, в которой они работают, могут зарабатывать на рынке сверхприбыли.

Таким образом, можно утверждать, что финансовые рынки не всегда и не обязательно являются эффективными. Следствием эффективности рынков является отсутствие памяти, поэтому можно сделать вывод о том, что у финансовых рынков в реальности зачастую память есть.

Анализируя характер развития этой науки с 1970-х гг. по настоящее время, можно сказать, что ученые многого добились и, по сути, создали новую теорию поведенческих финансов. Все полученные ими результаты условно можно разделить на три класса:

1. Каталог отклонений (предсказуемые ошибки, такие как самоуверенность в суждениях, принятие желаемого за действительное, поведенческая близорукость и пр.).
2. Спекулятивная динамика цен на активы на мировых рынках.
3. Обоснование того, что не обязательно рациональный процесс принятия решений формирует результаты этих решений.

Эта схема определяет основы теории поведенческих финансов, которая строится на трех основных блоках, выделяемых в поведении индивидуума:

1. Настрой как принятое внутреннее решение или знание.
2. Поведенческие предпочтения.
3. Пределы арбитража.

Рассмотрим первый блок. Настрой инвесторов приводит к ошибкам при принятии решений в отношении портфельного управления. Ошибки происходят на уровне индивида, но могут проявляться и на уровне рынка в целом. Психология показывает, что убеждения людей часто ошибочны. Во многих случаях источником проблемы является познание.

Наиболее важным фактом является то, что обычно человек очень самонадеян в том, что касается собственных знаний и умений. Это имеет много последствий. Например, самоуверенность может привести к недооценке инвесторами рисков или переоценке своих способностей «перехитрить» рынок и его законы. Чрезмерная предвзятость может также привести к чрезмерной торговле. Негативные последствия от сочетания самоуверенности или самонадеянности и смещения ответственности за результаты принятых решений касаются также инвесторов: люди приписывают успех своим собственным навыкам, а вину за провал связывают с невезением.

В рамках дискуссии о важности настроя (принятого решения) значимой характеристикой психологических особенностей человека является то, что он склонен смещать представления о значимости получаемых подтверждений каких-либо фактов. Это означает, что люди охотнее видят доказательства, подтверждающие их точку зрения, и не обращают внимания на противоположенные свидетельства. Поскольку человек склонен к смещению акцентов, время от времени он не способен объективно оценить ситуацию, исходя из существующей информации. Корни этой проблемы лежат в персональном восприятии новых знаний и информации. Люди лучше понимают и соглашаются с тем

утверждением или положением среди прочих, которое подходит ближе к его естественному образу мыслей, так как в этом случае концептуализация происходит легче.

К примеру, такая мера риска, как среднеквадратическое отклонение, основанная на мере неприятия риска, ближе к естественному восприятию данной деятельности или ситуации, чем неопределенные игры с вероятностями. Проще говоря, результат восприятия одной и той же информации разными людьми (предполагаются люди с разными представлениями о себе и окружающей действительности) будет разным.

Следующий блок связан с тем, что большинство людей склонны действовать аналогичным образом в определенных ситуациях, связанных с терпимостью к риску. Многие психологические тесты показывают, что люди предпочитают большее меньшему, игры, сопряженные с финансовыми рисками (т.е. очень рискованные игры, где возможный выигрыш достаточно велик), подчиненным альтернативам.

Кроме того, особенно важным аспектом в данном случае в контексте реальных финансовых решений является то, что риск-предпочтения могут зависеть не только от особенностей каждого отдельного продукта (товара, услуги) или финансового выбора, но и также от того, как данная альтернатива относится к другим имеющимся вариантам. Это означает, что варианты оцениваются не сами по себе, а в сравнении с прочими предложенными и что риск-предпочтения инвестора не объективны и зависят от диапазона доступных вариантов. Природа человека устроена таким образом, что среди трех вариантов, расположенных по уровню риска от меньшего к большему, он склонен выбирать средний, что говорит о нерациональности принятия решения, если сравнивать со стандартными экономическими и финансовыми критериями.

Предпочтения инвесторов являются вторым ключевым элементом поведенческих финансовых моделей. В связи с этим существует несколько научных теорий предпочтений, основанных на поведенческих особенностях. Наиболее известная из них – теория перспектив, которая была разработана, чтобы описать, каким образом люди систематически нарушают аксиомы теории ожидаемой полезности [1, р. 313 – 327]. Поведенческие предпочтения охватывают область отношений к риску и доходности, которые не соответствуют принципам теории ожидаемой полезности. Теория перспектив отличается от теории ожидаемой полезности в том, что вероятности заменяются весами решений и значение функции определяется по прибыли и убыткам, а не конечным богатством. Прочие научные теории поведенческих предпочтений известны под названиями «изменение теории процесса», «теория сожаления», «теория аффектов» и «теория самоконтроля».

Избегание потерь отражает нежелание инвесторов терпеть убытки. Люди оценивают вес потерь вдвое больше, чем выгоду, на самом деле имеющие одинаковый масштаб. В отличие от того, что предлагает неоклассическая теория, инвесторы, избегающие потерь, могут неадекватно относиться к риску как таковому. Они предпочитают избегать риска в целях защиты имеющегося богатства, в то время как принимают риск во избежание неотвратимых потерь. Другими словами, когда они сталкиваются либо с неизбежными потерями, либо с очень рискованной игрой (рулеткой), которая даже оставляет открытой перспективу безубыточности, большинство людей выбирают рулетку, даже если их ожидаемый выигрыш меньше, чем неизбежные потери.

Что касается третьего блока, характеризуемого как арбитражные ограничения, выясняется следующее. В неоклассической финансовой теории рационально информированные трейдеры используют поведенческие несоответствия иррациональных трейдеров шума (торговцы с предвзятыми убеждениями, принимающие решение не на основе фундаментального анализа, а под действием эмоций) и тем самым стремятся сделать цены эффективными. Сторонники поведенческих финансов предполагают, что существуют ограничения на процесс арбитража и в результате цены не должны быть эффективными.

Наконец, ограниченный арбитраж играет важную роль в поведенческой оценке активов. Стоит уточнить, что основным принципом современных финансов является то, что цены сил арбитражеров сходятся с их справедливой фундаментальной стоимостью. Тем не менее, исследования обнаружили ряд явлений финансовых рынков, которые не соответствуют предположению, что возможно осуществление полного арбитража. По этой причине модели поведенческой оценки активов фокусируются на ограничениях, с которыми арбитражеры сталкиваются при попытке воспользоваться их неоцененностью. Рынки не лишены терния из-за операционных расходов, налогов, маржинальных платежей и т.д. Таким образом, действия трейдеров шума являются причиной неэффективности цен. Как результат – арбитраж становится рискованным.

Шифрин опубликовал несколько научных работ, посвященных изучению поведенческих препятствий на пути максимизации стоимости активов (портфелей). В своем исследовании «Поведенческие корпоративные финансы» он в первую очередь пытается найти психологическое объяснение различных аспектов поведения человека в процессе принятия решений. Ученый считает, что участникам инвестиционной деятельности необходимо осознавать два ключевых поведенческих препятствия. С одной стороны, менеджеры совершают ошибки из-за несовершенства восприятия и эмоционального влияния. Это внутренние корпоративные препятствия, связанные с поведенческими особенностями, которые также называют поведенческими расходами (потерями) [2].

Реальность такова, что во многих случаях поведенческие предубеждения могут превалировать над экономическими и финансовыми стимулами. Это явление напоминает о другой большой проблеме для всех компаний. Она называется традиционной агентской проблемой, которая заключается в потреблении и привилегии. Высшее звено руководства компании – люди, которые имеют приоритет в праве принятия решений, частью склонны игнорировать опасные тенденции и экономические сигналы в управлении инвестиционными проектами. Это происходит потому, что они подвержены определенным поведенческим настройкам, таким как самоуверенность, неприятие потерь и склонность смещать акценты получаемых подтверждений. Зачастую налицо сочетание подобных поведенческих препятствий.

Однако данная проблема касается не только корпоративных финансов. Индивидуальные инвесторы и прочие финансовые специалисты, которые ответственны за управление активами своих клиентов или за финансовый консалтинг, также склонны к манипуляции собственными внутренним и поведенческим и препятствиями.

Шифрин нашел и изучил еще одно психологическое явление – эффект группового поведения в принятии решений. Лучшие специалисты в области экономики и финансов изучают этот эффект и обнаружили несколько интересных фактов. Один из ключевых вопросов – является ли групповое поведение усиливающим или ослабляющим фактором когнитивных ошибок, к которым склонны индивидуумы. Исследователи выяснили, что группа усиливает индивидуальные ошибки. Старшие менеджеры, работающие в отделах, становятся более склонными к увеличению своих инвестиций в проекты, результаты которых могут быть сомнительными.

С другой стороны, существуют внешние по отношению к компании поведенческие препятствия. В этом случае мы сталкиваемся с изучением поведения других инвесторов и аналитиков. Их ошибки создают разницу между фундаментальной стоимостью и актива и его рыночной ценой. Менеджеры время от времени сами убеждаются в том, что ошибки аналитиков и инвесторов становятся фактором их собственных просчетов в принятии инвестиционных решений.

Поведенческие предубеждения грубо можно разделить на две категории: когнитивные и эмоциональные. Но оба типа в итоге порождают иррациональные решения. Так как когнитивные искажения обусловлены неправильным восприятием, более полная информация и консультации могут исправить эти ошибки. С другой стороны,

эмоциональные предубеждения, такие как сожаление и избегание потерь, происходят вследствие импульсивности или интуиции, а не осознанных рассуждений, и потому их сложно исправить. Были исследованы некоторые возможные связи между психологическими факторами и трейдинговой активностью. Установлено, что у субъектов, чьи эмоциональные реакции (как в положительную, так и в отрицательную сторону) на денежные прибыли и убытки были более интенсивными, результаты торговой деятельности были значительно хуже.

Можно предположить, что причины ошибок менеджеров, таких как когнитивные несовершенства и эмоциональные влияния, могут быть частично причиной того, почему рынок и цены неэффективны, поскольку рынок – это система, которая включает человеческий фактор. Кроме того, если ключевые элементы рынка – это инвесторы и аналитики, склонные действовать определенным образом, то рынок имеет память (предполагается спектр привычек и обычных реакций участников). Интересно отметить, что региональные рынки порой имеют очень разных динамических субъектов с определенными поведенческими чертами. Характерные особенности людей, которые участвуют в торговле активами, определяют цены и уровень эффективности рынка.

Экономисты спорят, имеют ли рынки память или нет. Некоторые из них предполагают, что у рынков нет памяти (прошлые цены акций не определяют на их поведение в будущем). Другие доказывают с помощью практических примеров, что память у рынков есть. Кроме того, инвесторы действуют согласно информации о предыдущей динамике рынка. Конфликт состоит в том, что черты IPO имеют три поведенческих явления, соотношенных с памятью рынка, что не согласуется с гипотезой эффективных рынков:

- 1) перегретый рынок;
- 2) первоначальная недооцененность;
- 3) долгосрочная неудовлетворенность.

Важными факторами для целей максимизации стоимости признаются поведенчески индуцированные препятствия. Объективно говоря, мы не можем избежать рисков, имея дело с инвестированием, но нам стоит стремиться к большему пониманию наших поведенческих препятствий на пути эффективного смягчения индивидуальных психологически индуцированных ошибок, с одной стороны, и принять во внимание иррациональное поведение финансовой окружающей среды, с другой стороны.

С точки зрения финансов это дает экономистам понимание внутренних особенностей человеческого сознания в отношении финансового поведения. Это знание поможет в разработке новых методов и программ оптимизации портфеля.

Математическая модель и программное обеспечение не могут работать эффективно без взаимодействия с пользователем. Это означает, что вычислительные программы должны учитывать финансовую грамотность, а также знания и восприятие риска инвесторов как часть комплекса причин поведения человека. В этом случае требуется «финансовая эргономика», дисциплина, которая проектирует финансовые продукты и услуги согласно потребностям человека и оптимизирует благосостояние и общую производительность системы.

Финансовое поведение людей связано с финансовыми знаниями. В соответствии с этим финансовые знания имеют два различных аспекта: объективное знание и субъективное знание. Объективное знание – это получение финансовой информации посредством эффективного обсуждения с использованием приобретенных знаний, в то время как субъективное знание зависит от того, что инвесторы считают, что они знают. Второй вид, так как он представляет предвзято оцененную интерпретацию первого, соответствует уровню самоуверенности инвесторов, который становится очевидным в процессе принятия решения.

Принятие риска – это важный аспект финансового поведения людей, и было доказано, что этот уровень зависит от многих факторов – таких как возраст, образование,

доход, богатство и даже характер. Например, многими исследователями получен результат, что инвесторы, уделяющие слишком большое внимание чувствам, имеют пониженную терпимость к рискованному поведению, в то время как инвесторы, уделяющие внимание мышлению, имеют более высокий уровень терпимости к рискованному поведению.

Кроме того, гендерные различия влияют на уровень уверенности в процессе принятия решения, которое связано с риском. Исследования показывают, что женщины-инвесторы чаще сталкиваются с опасностью неэффективного финансового поведения из-за меньшей осведомленности и уверенности в инвестировании, чем мужчины.

Но в то же время с помощью тестирования эффекта посредничества было обнаружено, что более высокий уровень объективного знания усиливает субъективное знание и также повышает уровень принятия риска.

Другими словами, субъективное знание, которое отражает уверенность в себе в процессе обработки информации, может быть самым важным фактором принятия риска инвестором. Эти результаты не согласуются с теорией, представленной Шифриным, потому что он придает особое значение необходимости быть осторожными, оценивая собственные способности в процессе принятия решений. Мы склонны к тому, что обе точки зрения правильны, и степень уверенности в себе должна зависеть от масштаба потенциальной прибыли и потерь, а также от важности поставленной в данный момент цели.

В соответствии с идеей о высоком уровне корреляции между объективным знанием, субъективным знанием и принятием риска инвестора стоит добавить, что субъективное восприятие объективной информации тоже имеет значение. С одной стороны, люди могут иметь одинаковый доступ к правильным объективным финансовым сведениям. С другой стороны, их ощущение этой информации может довольно значительно различаться. Поэтому результаты управления в одинаковых условиях будут разными.

Понимание риска, отношение к риску и финансовые решения инвесторов зачастую не совпадают. Концепция системы финансовых знаний индивида зависит от того, как информация представлена.

Многие эксперименты демонстрируют, что самые весомые факторы риска связаны с перспективой очень больших потерь вложенных денег, ощущением потери контроля над потоком инвестиций и вероятностью того, что купленные активы не вырастут в цене и, таким образом, запланированная прибыль не будет получена. Вследствие важности способа предоставления информации участникам финансовых отношений и влияния его на принятые инвесторами решения возможно создание адекватной системы управления инвестициями, которая будет учитывать восприятие риска человеком. К примеру, посредством финансовых советников и оптимизационных моделей применение такой системы может быть более эффективным по сравнению с традиционными.

---

1. *Kahneman D., Tversky A.* Prospect theory: an analysis of decision under risk // *Econometrica*. 1979. №47.

2. *Shefrin H.* Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing // New York: Oxford University Press, 2002.