

# ПРОБЛЕМА ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПРАКТИКИ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

Н.П. Гришина

В статье представлены основы теории поведенческих финансов, главной из которых является теория перспектив Д. Канемана и А. Тверски, определены предпосылки ее появления, а также дан обзор проведенных исследований в этой области. Рассмотрены преимущества учета поведенческих факторов в инвестиционном процессе при принятии решений на рынке ценных бумаг и управлении финансовыми активами. Представлен обзор современных поведенческих методик принятия решений в условиях неопределенности: теории отслеживания рынка, теории информационных каскадов, теории автономии инвестиций менеджеров. Обозначены роль и влияние поведенческих финансов в современной социально-экономической сфере, даны рекомендации по инкорпорации теории поведенческих финансов в различные инвестиционные процессы.

Сфера изучения финансов на современном этапе включает набор теорий, которые не подтверждаются практикой, и практику, которая не объясняется существующими теориями. Правило чистой приведенной стоимости, фундаментальная теория инвестирования, теория эффективных фондовых рынков, современная теория портфельного инвестирования, модель CAPM, синергетическая теория слияний и поглощений – вот лишь несколько теорий, чья практическая значимость с каждым днем внушает все более и более серьезные опасения.

Отмечая, что торговый оборот на финансовых рынках сегодня по-прежнему исчисляется миллиардами долларов, эксперты утверждают, что управляющие компании в области управления богатством все активнее прибегают к использованию концепции поведенческих финансов в своей работе, стремясь восстановить доверие своих клиентов. Подтверждением этого может служить то, что сразу несколько ведущих мировых финансовых институтов, включая Merrill Lynch, Northern Trust и JP Morgan Chase сегодня активно внедряют стратегии поведенческих финансов в свой повседневный бизнес, хотя каждый из них делает это по-разному. Члены мирового финансового сообщества на всех уровнях сходятся во мнении, что одним из самых глубинных следствий нынешнего кризиса стало возрастающее значение разнообразных «эмоциональных факторов» в процессе принятия решений инвесторами, владеющими инвестируемыми активами на сумму от 1 млн дол.

Разработанная в 1970-е и 1980-е гг. учеными-теоретиками, в числе которых были Амос Тверски, Дэниел Канеман, Ричард Тейер и Мейр Статман, теория поведенческих финансов строится на постулате о том, что в определенные моменты психология и эмоции заставляют инвесторов вести себя иррационально с точки зрения современной теории портфельных инвестиций. Эта концепция сегодня развита до уровня, предполагающего, что более широкое использование поведенческих финансов в инвестиционном процессе будет оказывать существенное влияние на модели и платформы доставки клиентских сервисов. Управляющие компании в области управления богатством могут получить конкурентное преимущество на рынке благодаря включению концепции поведенческих финансов в свои инвестиционные стратегии, поскольку это повышает качество управления портфелем и моделей оценки риска, а также расширяет их возможности.

Растущий интерес к поведенческим финансам можно расценить как смену парадигмы рассмотрения проблемы формирования структуры инвестиционных портфелей. Поведенческие финансы вскрывают недостатки и несоответствия теории современного инвестиционного портфеля, когда она используется в отношении реальных клиентов в реальном мире, открывая возможность создания более эффективной модели размещения активов в инвестиционном портфеле. Как следствие, глобальный финансовый рынок сегодня находится на стратегическом рубеже развития, с которого начинается

движение от современной теории инвестиционного портфеля в направлении новой эпохи целевого планирования.

Концепция «неприятия потерь» (*loss aversion*), в рамках которой инвесторы воспринимают риск получить убытки на своих инвестициях как неприемлемый, считается определяющим фактором этого перехода к новой парадигме. На базе этой концепции строится большинство поведенческих моделей оптимизации портфеля на рынке ценных бумаг.

В отличие от теории современного инвестиционного портфеля, исходящей из симметричной зависимости между доходностью и риском, учитывающий психологию рынков перекрывающий слой поведенческих финансов выявляет наличие асимметрии между размером инвестиционной прибыли и уровнем риска. Когда «неприятие потерь» учтено, модели начинают использоваться более осознанно.

Большей частью иррациональное поведение рынка является следствием недостаточной или чрезмерной реакции инвесторов в отношении той или иной акции. Эта идея работает таким образом: если аналитик или индивидуальный инвестор приходят к выводу, что недостаточная или избыточная реакция является иррациональной, они покупают или продают этот актив, действуя «против» рынка, для того чтобы воспользоваться «стоимостной аномалией». Примером чрезмерной реакции может служить массовая распродажа акций и сильное падение рыночной капитализации компаний, связанных с BP, после аварии на глубоководной платформе Deepwater Horizon и разлива нефти в Мексиканском заливе.

Торговля на фондовом рынке, основанная на «шуме», противопоставляется торговле, основанной на своевременной и достоверной информации. Если участники рынка используют непроверенные данные и слухи, советы «экспертов», на самом деле таковыми не являющихся, значит они – «шумовые трейдеры». Они осуществляют торговые сделки, принимая «шум» за информацию, не имея настоящей информации или просто потому, что, по выражению Ф. Блэка, «им нравится торговать». Поведение их является нерациональным. Именно наличие на рынке элемента «шумовой торговли» обуславливает возможность существования рынка и осуществления торговых сделок. Если бы рыночные цены являлись результатом адекватной информации, на рынке невозможно было бы получить дополнительную прибыль, торговля потеряла бы смысл [2, p. 529 – 543; 3, p. 23 – 58].

В соответствии с этой теорией на рынке также обязательно должны присутствовать и рациональные участники, так называемые «информационные трейдеры». Если рассматривать рынок в целом, «шумовые трейдеры» оказываются в убытках, тогда как «информационные трейдеры» получают прибыль. При этом последние в своих действиях учитывают, естественно, и поведение «шумовых», нерациональных участников рынка и торгуют в большей степени с ними, чем с такими же, как они, «информационными трейдерами».

Предположения теории шумовой торговли противоречат практически всем важнейшим теориям классических финансов. Но в ее рамки укладывается фондовая практика и все, что происходит на рынке, хотя само поведение рынка оказывается практически непредсказуемым.

В традиционной задаче распределения активов в портфеле уровень принятия риска, ограничения и финансовые цели устанавливаются однократно, результаты даны посредством mean-variance-оптимизации. К сожалению, этот подход не отвечает требованиям достоверности для инвесторов, которые восприимчивы к поведенческим отклонениям (предубеждениям). К примеру, в связи со спекулятивными движениями рынка и ущербом для долгосрочных инвестиционных планов индивидуальные инвесторы могут пересматривать портфель. Это указание на то, что ранний перевод активов в наличные средства может стать причиной момента (технический индикатор).

В отношении эмоциональных предубеждений эмпирические исследования показали, что, когда речь идет о прибыли, инвестор не расположен к риску, но когда альтернативы включают в себя и потери, действия инвестора слишком рискованные (асимметрия поведения инвесторов, связанного с риском). При более широком выборе активов люди значительно менее расположены к потерям, их меньше привлекает прибыль таких же размеров. Непринятие потерь – это существенная психологическая концепция, которая была адаптирована к финансовому и экономическому анализу и теперь представляет основу теории перспектив. Господствующая парадигма индивидуального поведения в финансовой теории основана на постулатах максимизации ожидаемой полезности и непринятии риска, которые подвергаются в последнее время критике из-за очевидных ошибок. Практическая психология демонстрирует, что люди систематически отклоняются от прогнозируемого выбора, который предсказывает классическая теория, так как индивидуумы типично предвзяты в своем восприятии реальных фактов.

На основании исследований, проведенных на рынках США и Канады, зарубежные ученые установили статистически достоверную корреляционную связь между положительными психологическими качествами трейдера и успешностью его профессиональной деятельности [1; 9]. В соответствии с этой теорией залогом успеха на рынке является наличие у потенциального инвестора следующих черт:

- отсутствие желания подчинить себе рынок и контролировать его;
- способность чувствовать индивидуальный «барьер риска», т.е. предельные значения величины риска, который инвестор может на себя принять, и предельные значения капитала, которым он может рисковать без фатальных последствий;
- способность действовать вне зоны психологического комфорта, т.е. принимать обдуманные и адекватные решения, даже если ситуация развивается не так, как инвестор предполагал вначале;
- способность учитывать селективность восприятия и памяти;
- умение распознавать состояние стресса и вырабатывать защитные механизмы против необдуманных действий в таком состоянии, дистанцироваться от личных эмоций и переживаний;
- наличие у инвестора адекватной самооценки;
- способность учитывать влияние негативных установок, склонностей и предрасположенностей;
- умение преодолевать психологическую привязанность к конкретным финансовым инструментам;
- способность отказаться от сиюминутной прибыли ради долгосрочной перспективы;
- наличие выдержки и терпения;
- умение планировать несколько (зачастую противоположных) вариантов развития событий на фондовом рынке;
- способность сфокусироваться на цели и постоянно действовать на основе принятого решения;
- иметь навыки работы с большими массивами информации с целью устранения психологических перегрузок;
- отсутствие психологической зависимости от трейдинга.

Перечисленные качества позволяют справляться с отрицательными последствиями ошибок восприятия информации и эмоциональных факторов, вызывающих отклонения от рационального поведения на рынке.

Портфель, сформированный инвестором, чей выбор согласуется с теорией перспектив, будет значительно отличаться от портфелей традиционных (рациональных) инвесторов, чей выбор сделан в соответствии с теорией ожидаемой полезности. В целом характер поведенческих портфелей определяется их способностью комбинировать очень надежные ценные бумаги с очень рискованными. В этом ключе оптимальным решением

проблемы портфельного выбора должно стать то, которое в наибольшей степени отвечает их интересам. Это должны быть предписания или правила портфельного выбора, которые соответствуют естественным предпочтениям и образу мыслей инвестора (его эмоциональным склонностям), даже если такой подход не будет максимизировать ожидаемые поступления при заданном уровне риска. Проще говоря, лучшее распределение инвестиций на практике может быть сделано посредством слегка недооцененной долгосрочной программы, которую инвестор может воплотить комфортно. С точки зрения mean-variance-оптимизации поведенческий инвестор выбирает портфель, стохастически детерминированный. Это не означает, что индивидуальный инвестор нерационален: для людей не является иррациональным то, что они имеют определенные эмоциональные реакции, берут их во внимание в процессе принятия решений и стараются привести свой выбор в соответствие со своими предпочтениями или установками.

Тем не менее, портфельные управляющие испытывают нехватку в современных методиках, необходимых для объединения этих склонностей в процессе размещения финансов в активах. Эта проблема оценки должна решаться управляющими, которые должны корректировать естественное поведение клиентов, препятствуя возникновению поведенческих уклонов таким образом, что они могут предопределять распределение активов, либо им следует обеспечить распределение активов, адаптирующее клиентские склонности таким образом, чтобы клиенты могли придерживаться комфортной для себя программы финансирования.

В общих чертах теория перспектив и ее последующая версия – кумулятивная теория перспектив – постулируют четыре новые концепции в системе индивидуальных риск-предпочтений. Первая – инвесторы оценивают активы согласно выигрышам и потерям, а не по конечному богатству (ментальный учет). Вторая – индивидуумы менее расположены к потерям, чем привлекаемы выигрышами (избегание потерь). Третья – индивидуумы более расположены к риску в области потерь и избегают риска в области выигрышей (асимметрия риск-предпочтений). Четвертая – индивидуумы оценивают предельные вероятности в виде, который переоценивает низкие вероятности и недооценивает высокие (функция взвешенной вероятности).

В финансовой литературе возникает конфликт результатов, отражающих, как предшествующие исходы влияют на факт принятия инвесторами риска в последующих периодах. Учет эффекта избегания потерь определяет то обстоятельство, что трейдеры, торгующие утром с прибылью, будут сокращать свои позиции в отношении к дневному риску, стараясь таким образом гарантировать свой предыдущий выигрыш [10]. Инвесторы скорее готовы продать акции, которые торгуются выше цены покупки (победители), чем акции, которые торгуются ниже цены покупки (проигравшие) – явление так называемого эффекта распоряжения [8, р. 1775 – 1798]. Это поведение рассматривается исследователями как свидетельство того, как снижается отвращение к риску после потерь и увеличивается расположенность к риску после выигрыша. Это стандартное объяснение предшествующего поведения основывается на теории перспектив и в особенности на факте того, что индивидуумы ищут риск в области потерь и расположены к риску в области выигрышей (асимметрия риск-предпочтения).

На основе вышесказанного можно сделать вывод, что поведенческий риск существует. С одной стороны, его природа определяется психологией человека и индивидуальным восприятием риска. С другой стороны, эта особенность влияет на уровень риска инвестиций и результатов. В терминах теории поведенческих финансов можно сформулировать определение поведенческого риска.

Поведенческий риск – это вероятность появления неопределенных событий или условий, которые являются результатами системы поведения инвесторов и несовершенств рынка, испытывающего влияние, противоречащее ожиданиям.

Традиционная классификация риска в свете теории перспектив и поведенческих финансов приобретает следующий вид: 1) чистый риск; 2) финансовый риск; 3) политический/государственный риск; 4) поведенческий риск.

Многие исследователи предполагают, что инвестор действует близоруко, руководствуясь ощущением того, что он не уменьшает долгосрочное благосостояние, когда оценивает полезность инвестиций, и что отправная точка, в соотношении с которой он измеряет свои выигрыши и потери за первый период, это его начальное вложение.

Другая хорошо известная проблема в распределении активов с использованием оптимизации Марковица состоит в том, что результат инвестирования сильно зависит от оценки риска/доходности, который обычно генерируется очень нестабильными портфелями. Самая распространенная проблема применения этой техники – это замещение, когда выбор стоит между двумя активами с одинаковым риском, но слегка различающейся ожидаемой прибылью. Оптимизатор будет приписывать весь вес активу с более высокой ожидаемой прибылью, что ведет к очень нестабильному распределению активов. Для нивелирования данной ошибки ученые внедряют интеллектуальную методику оценки риска при решении проблемы поведенческого портфельного распределения.

Современные исследователи стараются преодолеть проблему классических моделей управления портфелями, которые невозможно создать в реальных условиях. Эти модели сфокусированы на создании реальных портфелей с учетом того, что оценки риска и доходности не детерминистические, а только предположительные (так как они стохастические). Следует заметить, что отсутствие детализации ожидаемых доходов гораздо более критично, чем их дисперсия.

П. Джорион предложил простой эмпирический показатель Бэйса, результаты применения которого должны превосходить примерный метод в контексте портфеля. Главная идея этого подхода – выбрать показатель со средними минимизированными свойствами относительно функции потерь (т.е. относительно ожидаемых потерь от приблизительного риска). Вместо примерного метода показатель, добытый сжатием середины по направлению к общему значению, принимается как средняя доходность для минимального дисперсионного портфеля, который должен приводить к уменьшению погрешности оценки [4, р. 279 – 292]. В развитие данного подхода можно предположить, что прежнее среднее значение тождественно всем рисковому активам. Тем не менее, модернизированная модель рассматривает предположительный риск как второй источник риска, определяемый разнородностью рынка, и выражается в стандартном отклонении ожидаемых доходностей через рискованные активы [6].

Рассмотрение и учет цели CAPM-баланса также может многократно улучшить пригодность модели распределения активов, так как это обеспечит нейтральность стартовой точки для оценивания набора ожидаемых избыточных доходов, требуемых для оптимизации портфеля. Было предложено новое регулирование долей в среднedisперсионных портфелях путем объединения (смешения) оценочного риска. Регулирование величины используемого показателя псевдоизбегания риска предпочтительнее, чем учет актуального избегания риска. Оно зависит от идеализированного уровня риска, количества активов в портфеле и искривления границы дисперсии. Псевдоизбегание риска всегда выше, чем актуальное, и эта разница увеличивается с неопределенностью в оценке ожидаемой доходности [5]. Также рассматривается регулирование коэффициента избегания риска для страхования инвестора от некоторых внутренних (поведенческих) наихудших фактов [7, с. 325 – 365].

В конечном итоге был разработан новый подход к выбору портфеля с целью визуализации приблизительной оценки ошибки в традиционном методе оптимизации портфеля, более удобный для инвестиционных аналитиков. Унифицированная методика отбора из многомерного нормального распределения (параметрический метод, названный симуляцией по методу Монте-Карло) в настоящее время является способом решения

проблемы оценки ошибки выбора оптимального портфеля. Сравнение результатов применения традиционного подхода к повторной выборке и данного подхода позволило сделать выводы об успешности последнего.

Исследователи оценивают несколько моделей распределения активов и предполагают, что методы повторной выборки предлагают типично лучшие результаты. Они представляют новый подход внедрения поведенческих склонностей и приблизительной оценки риска в дисперсионный выбор портфеля (отрегулированная техника поведенческой повторной выборки). В результате была предложена модель для оценки портфельного выбора с избеганием потерь, с поведением асимметричного принятия риска и отделением безрисковых возможностей. Полученные данные позволили предположить, что изменения в портфельных весах критично зависят от зафиксированной точки отсчета, соотношения между этой точкой и текущим богатством и, таким образом, опосредованно зависят от поведения рискованных активов.

На основе рассмотренных исследований и всех новых аспектов теории перспектив (ментального учета, избегания потерь, поведения асимметричного принятия риска и функции вероятностных весов) возможно создать поведенческие модели оптимизации выбора портфеля на рынке ценных бумаг. Такие модели оценивают неэффективную стоимость поведенческих склонностей и предлагают форму расчета доходности рискованных активов, приближенную к реальности, включая примерную оценку риска в анализе.

Используя эти и другие эмпирические данные, представители поведенческой школы попытались описать то, как в реальности происходит принятие решений, определяющих структуру капитала. В результате был создан ряд поведенческих теорий, выявивших интересные модели корпоративного поведения в вопросах структуры капитала.

В частности, теория отслеживания рынка (*market timing theory*) выявила, что для компаний не существует оптимального соотношения долг/капитал, они позволяют ему меняться. Такой свободный дрейф соотношения долга и капитала связан со стремлением компаний воспользоваться возникшей на рынке неправильной оценкой стоимости капитала компании. Отслеживание рынка и извлечение выгоды из текущей недооцененности или переоцененности капитала и определяет структуру капитала, это и есть оптимальная стратегия.

Теория информационных каскадов говорит нам о том, что структура капитала может выбираться не на основе расчетов оптимальной структуры или складываться в зависимости от доступных в разные периоды жизни компании источников финансирования, а копироваться у других компаний или успешных, авторитетных менеджеров – для экономии времени и сил и во избежание ошибок.

Теория автономии инвестиций менеджеров устанавливает связь между решениями менеджеров и ожидаемым восприятием инвесторами этих решений. Менеджеры реализуют только те решения, которые, по их расчетам, положительно воспримутся инвесторами и, соответственно, положительно скажутся на рыночной стоимости компании. Таким образом, структура капитала складывается больше под влиянием инвесторов, проводниками желаний которых выступают менеджеры.

Последняя группа теорий рассматривает влияние личных качеств менеджеров на формирование структуры капитала. Эти теории показывают, что оптимизм и чрезмерная самоуверенность являются существенными факторами, определяющими структуру капитала, что не принималось во внимание ни одной традиционной теорией.

Не имеет значения, как именно поведенческие финансы находят свое применение в инвестиционных стратегиях на практике. Совершенно ясно, что эта концепция окончательно и бесповоротно вошла в нашу жизнь. Использование поведенческих финансов стало глобальным социально-экономическим трендом, благодаря которому появятся значительные возможности для роста и трансформации этой индустрии.

Тем не менее, компании, которые более глубоко инкорпорируют концепцию поведенческих финансов в различные инвестиционные процессы и организационные модели, должны демонстрировать более стандартизированный, масштабируемый и эффективный подход, в противном случае он не окажется устойчивым или прибыльным.

1. *Bernstein J.* The investor's quotient: the psychology of successful investing in commodities & stocks. New York: Wiley, 1993.
2. *Black F.* Noise // The journal of finance. 1986. Vol. 41.
3. *De Long, Bradford J., Shleifer A., Summers L.* Noise trader risk in financial markets // Advances in behavioral finance. New York: Russell Sage Foundation, 1993.
4. *Jorion P.* Bayes-Stain estimation of portfolio analysis // The journal of financial and quantitative analysis. 1986. № 21 (3).
5. *Horst J., Roon F., Werker B.* Incorporating estimation risk in portfolio choice // Center working paper. URL: <http://ssrn.com/abstract=244695>.
6. *Kempf A., Kreuzberg K., Memmel C.* How to incorporate estimation risk into Markowitz optimization. Operation research proceedings, 2001.
7. *Maenhout P.* Robust portfolio rules and asset pricing // Review of Financial Studies. 2004. № 17 (4).
8. *Odean T.* Are investors reluctant to realise their losses // The journal of finance. 1998. № 53 (5).
9. *Rottella R.* The elements of successful trading. New York: Wiley, 1993.
10. *Weber M., Zuchel H.* How do prior outcomes affect risk attitude? // Working paper. University of Mannheim, 2003.