

**А. А. Шершитский**

*Студент*

*Сибирско-американский факультет менеджмента*

*Байкальской международной бизнес-школы*

*Иркутского государственного университета*

## **ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ ИХ РОЛЬ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ФИНАНСОВОГО РИСКА**

**Аннотация.** В условиях риска и экономической неопределенности участники рынка стремятся принимать наиболее рациональные решения. Но так ли это на самом деле? Разве можно избавиться от влияния внешних факторов на принятие определенного решения? В данной статье объясняется, почему мы не принимаем рациональных решений, сами того не замечая.

**Ключевые слова:** поведенческие финансы, рациональное поведение, неопределенность, риск, модель поведения, теория эффективных рынков.

В основе большинства современных финансовых теорий и моделей лежит принцип о рациональном поведении участников рынка. Рациональное поведение подразумевает:

- использование участниками рынка релевантной и доступной для всех информации;
- использование одинаковых методов обработки и оценки данной информации;
- осознание участниками рынка своих целей, которые являются идентичными (если говорить об инвесторах, то речь идет о максимизации прибыли и минимизации расходов);
- в условиях неопределенности, участники рынка поступают в соответствии с принципом максимизации ожидаемой полезности.

Однако множество проведенных исследований и наблюдений доказали, что в условиях риска или экономической неопределенности инвесторы принимают решения под влиянием сложившихся стереотипов, иллюзий восприятия, предвзятых мнений, ошибок в анализе информации и простых эмоций. Следовательно, их поведение на рынке не является рациональным. Данный факт ставит под сомнение эффективность и объективность многих современных экономических теорий и моделей поведения участников рынка.

Считается, что наука «Поведенческие финансы» возникла в 1985 г., когда в журнале «Journal of Finance» были опубликованы две работы, посвященные исследованию влияния психологических факторов на движение биржевых котировок и получаемую инвесторами доходность:

1. Вернер Де Бондт и Ричард Тейлор в своей статье «Чрезмерна ли реакция фондового рынка» утверждали, что инвесторы часто слишком

остро реагируют на новую информацию, независимо от того, плохая она или хорошая. Результатом такой чрезмерной реакции является неоправданно высокий рост котировок, когда информация положительна, и неоправданно низкое падение, когда информация отрицательна.

2. Херш Шефрин и Миер Статман, авторы статьи «Предрасположенность к слишком быстрой продаже выигравших акций и слишком долгому удержанию проигравших: теория и доказательства», отмечали эффект предрасположенности – характерной для инвесторов тенденции слишком долго держать в своих портфелях акции, которые не приносят прибыли, и слишком быстро продавать акции, которые дают прибыль [3].

Однако справедливо утверждать, что предпосылки для возникновения данной теории зародились еще раньше. В 1957 г. американский психолог российского происхождения Леон Фестингер представил миру теорию когнитивного диссонанса (познавательного диссонанса). Речь в данной теории шла о том, что люди часто вступают в противоречия с самими собой, в том случае, когда ситуация складывается далеко не так как они ожидали, и тогда они скорее подстрожат под себя факты, нежели поменяют свою собственную точку зрения. Представим инвестора, который потерял свои деньги вследствие принятия неверного решения. Чаще всего, люди в такой ситуации начинают обвинять рынок в его несовершенстве, неправильности и многое другое. Им проще не допускать той мысли, что они стали причиной своего провала: такова человеческая сущность. В человеческом подсознании происходит конфликт: наши ожидания не совпадают с реальными фактами и стараются отвергнуть их, пометив как «неправильные». В результате инвестор начинает подстраивать факты под теорию, а не строить теорию на основе фактов [4]. Итак, подводя черту всему вышесказанному, можно сформулировать краткое определение: поведенческие финансы – это направление финансового менеджмента, главной задачей которого является концентрация на изучении психологии человека, в частности ошибки восприятия, и обоснование причин принятия им ошибочных решений в условиях риска или экономической неопределенности [9].

Некоторые финансовые модели, используемые в управлении денежными средствами и оценки имущества, включают в себя параметры поведенческих финансов. Например, модель Талера, описывающая реакцию цены на информацию, включающая три фазы: недостаточная реакция – адаптация – гиперреакция, которые создают тенденцию в движении цен.

Одна из характерных черт гиперреакции заключается в том, что средняя прибыль, следующая за объявлением хороших новостей, ниже, чем та, которая следует за объявлением плохих новостей. Другими словами, гиперреакция происходит, когда рынок реагирует на новости

слишком интенсивно, тем самым требуя адаптации уже в противоположном направлении. В результате на одном этапе ценные бумаги будут переоценены, на следующем этапе, возможно, будут недооценены [7].

Существенный вклад в развитие теории поведенческих финансов внесли Д. Канеман и А. Тверски. В 2004 г. Дэниэль Канеман получил Нобелевскую премию в области экономики. Интересно, что это всего второй случай в истории, когда не экономист, а психолог получает такую награду [5]. Он всю свою жизнь посвятил опровержению главного тезиса экономической теории о рациональности человеческого поведения. Д. Канеман был удостоен премии за работы по исследованию механизмов принятия решений индивидуумом в ситуациях, связанных с неопределенностью и риском. Ему удалось наглядно продемонстрировать, что эти решения не всегда соответствуют постулатам традиционной экономической теории, которая с неохотой допускает инкорпорирование в собственные рамки психологических и иррациональных моментов. Д. Канеман и А. Тверски известны как разработчики альтернативной модели под названием «Теория перспектив». Данная теория может быть использована для объяснения поведенческих реакций, отличных от традиционной теории.

Традиционная теория утверждает, что люди принимают решения на рациональных основаниях. Но в действительности, как утверждает Д. Канемана, люди нерациональны при оценке вероятностей возможных альтернативных вариантов, так как принимают решения на основании недостаточного объема информации, которая еще и не всегда достоверна. Согласно «Теории перспектив», в процессе принятия решений индивидуумы в любом случае ошибаются. Более того, они совершают практически идентичные просчеты, и эта регулярность дает возможность прогнозировать и классифицировать человеческие ошибки [8].

Амос Тверски и Даниэль Канеман первыми документально подтвердили, что проявление иррациональности в поведении человека является следствием неверного восприятия и обработки информации, а также показали, каким образом ошибки человеческих суждений возникают и укореняются в нашем сознании, влияют на процесс нашего мышления.

Дело в том, что, когда человек находится в состоянии неопределенности, требующем принятия решения, то он вынужден, оперируя ограниченным объемом информации, которым он владеет, прогнозировать вероятность определенного события в будущем или, например, предсказывать значения неизвестных величин. Однако, из математики нам известна теория вероятности, которой мы можем воспользоваться в такой ситуации. Но это требует применения сложных математических формул, требует наличия большого объема данных и определенных знаний, аналитических навыков, а также вычислительных средств. Фак-

тически, не многие обладают всем вышеперечисленным. Следовательно, в большинстве своем люди пользуются набором эвристических методов, которые значительно упрощают задачу. В результате, люди выносят определенные суждения о некотором событии, основываясь на имеющейся в их распоряжении ограниченной информации, собственной интуиции и опыта, а также стереотипах. Иногда применения эвристического подхода полезно, но систематическое применение может привести к формированию необъективных мнений, а также опасно серьезным искажением целостной картины, например, экономической системы [3].

Для наглядности, приведем пример. Одна известная задача, придуманная авторами «Теории перспектив» вошла во многие учебники под названием «Задача о Линде» (рис. 1).



Рис. 1. Задача о Линде [5]

Д. Канеман и А. Тверски задали эту задачу студентам математического факультета. Свыше 70 % участников ответило, что Линда – кассир в банке и активистка феминистского движения. Однако им было известно, что сочетание двух событий одновременно или совместно менее вероятно, чем существование каждого по-отдельности. Очевидно, что при выборе ответа они руководствовались своими представлениями о феминистках, хотя информация о студенческих годах Линды не имела никакого отношения к делу и, фактически, являлась отвлекающим трю-

ком. Тем самым психологи доказали, что люди часто руководствуются эвристическими методами в оценке информации. Эти принципы распространяются на все сферы деятельности человека, а в особенности, на экономическую [5].

Обобщая результаты работ различных исследователей, полученные за многие годы изучения ими данной проблемы, можно заключить, что все субъективные факторы, определяющие нерациональное поведение участников рынка, можно разделить на две группы (рис. 2).



Рис. 2. Виды субъективных факторов, определяющие нерациональное поведение участников рынка [6]

На практике обе группы факторов вызывают целый ряд так называемых «эффектов», лежащих в основе нерациональных действий участников рынка в условиях неопределенности и риска. Можно выделить самые значимые из них:

1. Эффект оформления. Заключается в разном восприятии экономических субъектами ситуации, если она написана в разных формулировках.

2. Эффект изоляции. Упрощая выбор между различными перспективами, экономические субъекты игнорируют общие черты, сосредотачивая внимание на различиях.

3. Иллюзия контроля – склонность к большему риску в ситуации, создающей ощущение возможности влияния на исход операции.

4. Эффект компетентности. Экономические субъекты склонны к большему риску в тех областях, где более компетентны, независимо от того, может ли их осведомленность и профессионализм каким-либо образом повлиять на вероятность того или иного исхода.

5. Эффект информационного каскада. Подверженность экономических субъектов влиянию стороннего мнения.

6. Эффект капкана. Характеризует положение, когда экономический субъект вложил деньги, время, усилия в какой-либо инвестиционный проект и принимает решение продолжать его развитие ради своих первичных вложений, хотя перспективы серьезно ухудшились.

7. Эффект консерватизма. Проявляется в замедленном изменении субъектами своих убеждений под влиянием новой информации.

8. Эффект определенности. Предпочтение индивидами меньшего дохода, но «наверняка», большему доходу, но с некоторой меньшей вероятностью получения.

9. Эффект наличных денег. Большинство экономических субъектов неспособно верно оценить влияние инфляционных процессов, поскольку их восприятие основано на абсолютных величинах наличных денежных сумм.

10. Эффект предрасположенности. Характерная для инвесторов тенденция долго держать в своих портфелях акции, которые не приносят прибыли, и слишком быстро продавать акции, которые дают прибыль.

11. Эффект отражения. Состоит в том, что в положительных перспективах индивидуумы стремятся избегать риска, а в отрицательных – наоборот.

12. Эффект «сверхреакции» – острая реакция на новую информацию, независимо от того, плохая она или хорошая.

13. Иллюзия значимости – подсознательное стремление экономического субъекта в процессе принятия финансовых решений выделить и использовать для анализа именно ту информацию, которая прямо или косвенно подтверждает ранее сложившееся у него мнение о каком-либо финансовом инструменте или субъекте финансовых отношений.

14. Неправильное восприятие своих шансов – в случае повторяющихся событий, имеющих одинаковые исходы, если много раз подряд повторяется один и тот же исход, то человеку свойственно выбрать второй исход. Однако вероятность наступления обоих исходов не изменилась с течением времени [6].

Знание вышеперечисленных принципов поведения дает серьезное преимущество участниками рынка перед своими конкурентами:

- во-первых, это создает основу для качественного самоанализа поступков, действий, мыслей;

- во-вторых, это помогает грамотно анализировать поведение других участников рынка;

- в-третьих, это существенно расширяет аналитический кругозор на предмет прогнозирования возможных моделей, описывающих поведение участников рынка в определенных ситуациях.

Приведем пример нерационального поведения людей. 18 мая 2012 г. крупнейшая социальная сеть в мире Facebook выпустила акции. Компания разместила на американской бирже 421,2 млн акций по \$38 за

каждую и привлекла \$16 млрд. На тот момент компания оценивалась в 104 млрд долларов. Уже через две недели акции компании упали до цены в 28,84 долл. за штуку. А в сентябре они достигли своего дна – 17 долл. за штуку (рис. 3). Безусловно, можно назвать множество причин такого сильного падения, и одной из них справедливо можно считать эффект «сверхреакции». Инвесторы слишком активно реагировали на любую информацию, которая в большинстве своем была негативной. Как результат, компания невероятно потеряла в цене. «Это ошеломляющее зрелище, – говорил старший вице-президент Cuttone & Co. Кит Блисс. – За последние 15 лет я не видел такой смены настроений, и, конечно, не на IPO» [2].



Рис. 3. Цены акций Facebook [10]

Особенность теории поведенческих финансов заключается в том, что она концентрируется на обосновании причин определенных действий в прошлом. Она может ответить на такие вопросы:

- почему участники рынка поступили именно таким образом;
- какие события повлияли на их выбор;
- почему их действия можно считать нерациональными.

Ответы на данные вопросы призваны предотвратить совершение идентичных ошибок в будущем другими экономическими субъектами. Однако прогнозирование возможных событий – крайне трудная задача, так как психология в основе своей не может давать информацию с высокой степенью точности. Поэтому теория «Поведенческих финансов» имеет, в основном, негативные последствия:

1. Нестабильность рынка. Эмоции, чувства, стереотипы, лишняя информация низкого качества и многое другое влияет на выбор участников рынка. Страх перед потерей вложенных денег или, наоборот, желание разбогатеть не позволяет мыслить рационально. Нельзя забывать и про то, что люди также чувствуют себя спокойнее, действуя в толпе. Поэтому любое настроение, слух, идея очень заразительны и крайне опасны. Все это может как «возвыситься до небес», так и «уничтожить» в тот же день. Именно так работают фондовые биржи и другие финансовые организации схожей структуры.

2. Непредсказуемость развития финансового рынка. Причины все те же. Каждую минуту миллионы людей обрабатывают огромные объемы информации, которая оказывает прямое воздействие на их выбор. Ключевую роль здесь, безусловно, играет инсайдерская информация. Она помогает опередить своих конкурентов, выбрать наиболее подходящую стратегию развития и т. д.

Данная теория является противоположной гипотезе об эффективных рынках. Несмотря на то, что она доступно объясняет причины принятия определенных решений участниками рынка, она все-таки более эффективна в анализе уже совершенных действий. Прогнозирование возможных исходов грядущих событий довольно проблематично из-за нехватки достаточной информации и из-за невозможности избавиться от влияния эмоций, чувств, стереотипов. Следовательно, данная теория еще не в состоянии конкурировать с гипотезой об эффективных рынках вследствие своей несовершенности [1].

Таким образом, теория поведенческих финансов довольно проста и по-своему интересна. Воспользовавшись ее постулатами с точки зрения не инвестора, а рядового покупателя, можно найти аргументированное объяснение своему поведению на рынке. Безусловно, максимальной степени своего применения она может найти в финансово-инвестиционной сфере: как уже упоминалось выше, она может объяснить причины нестабильности «настроения» инвесторов, следовательно, скачкообразные подъемы и падения цен.

Считаем, что в построении своей стратегии поведения на рынке грамотным инвесторам необходимо брать во внимание особенности человеческой психологии. Это позволит мыслить шире и просчитывать другие возможные исходы грядущих событий, а как следствие увеличить свой капитал или, говоря языком азартных игроков, «выиграть».

### **Список литературы**

1. Аззопарди П. Теория поведенческих финансов [Электронный ресурс] / П. Аззопарди. – URL: <http://www.fxguild.info/content/view/476/29/>.
2. Брызгалова Е. Facebook вернулся к старту [Электронный ресурс] / Е. Брызгалова. – URL: <http://www.gazeta.ru/business/2013/08/01/5536053.shtml>.

3. Ващенко Т. В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития / Т. В. Ващенко, Е. В. Лисицына // Фин. менеджмент. – 2006. – № 1. – С. 89–98.

4. Гладченко А. Поведенческие финансы. О том, почему человек далеко не всегда принимает рациональные решения [Электронный ресурс] / А. Гладченко. – URL: <http://www.biztimes.ru/index.php?artid=1123>.

5. Кирсанов Ф. Человек неразумный [Электронный ресурс] / Ф. Кирсанов. – URL: <http://www.orator.ru/rass40.html>.

6. Коваленко Е. А. Теория поведенческих финансов и ее применение к прогнозированию доходности финансовых активов [Электронный ресурс] / Е. А. Коваленко // Информ. системы и мат. методы в экономике. – 2012. – № 5. – URL: [www.es.rae.ru/ismme/119-326](http://www.es.rae.ru/ismme/119-326).

7. URL: <http://ru.wikipedia.org>.

8. URL: <http://www.riskland.ru/lib/kahneman.shtml>.

9. URL: <http://q-trading.ru/index.php/articles/beginners/507-4-psycho-traps.html>.

10. URL: <http://ru.tradimo.com>.