

© Айдынов Р., Журавлева И. И., 2019

Иркутский государственный университет, г. Иркутск

В данной статье рассматриваются основные аспекты поведенческих финансов. Авторами описаны различные теории, представленные в работах исследователей данного направления финансового учения. Затронуты вопросы принятия финансовых решений, возможного поведения инвесторов и внешнего и внутреннего влияния разных факторов в процессе принятия этих решений.

*Ключевые слова:* финансы, экономика, рациональное поведение, нерациональное поведение, финансовый рынок, информация, решение, риск

Большая часть классических финансовых теорий базируется на предположении о рациональном поведении участников рынка. Однако немалую популярность приобретает также и другое направление — поведенческие финансы, которые представляют собой некоего рода противопоставление на ценности классического взгляда. Было выявлено, что в условиях неопределенности людям свойственно подвергаться влиянию эмоций, иллюзий и прочих факторов, мешающих им мыслить рационально. Это и послужило началом исследования такого направления финансового учения как поведенческие финансы.

Рациональное поведение человека на рынке подразумевает, что им используется релевантная информация, лежащая в открытом доступе и обрабатываемая им же стандартными методами. Деятельность на рынке, как правило, имеет одну общую цель — максимизация дохода при принятии заранее условленного уровня риска в заранее условленный временной диапазон. Нерациональное поведение характеризуется пренебрежением вышеупомянутого.

Стоит также упомянуть, что нерациональное поведение инвесторов влечет за собой нерациональное поведение рынка в целом, что делает невозможным их анализ при помощи исключительно классических теорий, положения которых предполагают причинно-следственную связь, отследить которую в данном случае практически невозможно. Поведенческие финансы, в отличие от классических теорий, учитывают вероятность иррационального поведения инвесторов при принятии решений финансового характера. Это, безусловно, является большим плюсом данной теории.

Ярким примером нерационального поведения людей является «эффект толпы», подробно описанный Французским социологом Гюставом Ле Бонем. В своей книге «Психология толпы» Ле Бон подробно описал, как поведение людей разнится, когда они действуют в одиночку и в кооперации с кем-то. Важным моментом здесь является то, что под воздействием группы людей человек готов добровольно действовать в ущерб себе, потому что его интересы как части большого целого

перевешивают его интересы как просто личности. Коллективное сознание крайне заразительно и зачастую выступает предметом манипуляций.

То, что эффект толпы используется активно на финансовых рынках, безоговорочный факт. История знает множество примеров того, как коллективное заблуждение побуждало многих людей действовать нецелесообразно. МММ или Золотая лихорадка 1840 года — что послужило причиной того, что до своего пика эти движения поддерживались всё большим и большим количеством людей? Коллективное заблуждение распространялось в геометрической прогрессии именно потому, что проводилась активная агитация людей присоединиться к этим движениям. Что примечательно, эта агитация проводилась теми, кто в конечном итоге остался в проигрыше, они верили и заставляли верить других.

В сфере финансов такое явление называют «информационным каскадом». Проявляется это, когда участник рынка наблюдает за поведением других участников и наилучшим для себя решением находит поступить так, как поступили все. Он не будет брать во внимание финансовое положение компании, акциями которой в определенной мере владеет, тенденции рынка или потенциальный будущий спрос. Единственным верным в условиях ограниченного времени и нехватки информации решением человек считает следовать за остальными. В данном вопросе особая роль уделяется средствам массовой информации. Какая-нибудь нелюбимая новость о финансовом положении условной компании Z может повлечь за собой явление коллективной продажи акций стейкхолдерами. Акции заметно упадут в цене, после чего они будут успешно приобретены тем, кто эту новость «запустил». Это пример успешной манипуляции нерациональным поведением людей.

Следует также отметить, что нерациональное поведение инвестора на финансовом рынке не всегда вызвано влиянием извне. Например, человеку может показаться, что именно нестандартное решение с его стороны может оказать сильное влияние на положение дел в будущем. Это явление называется «Иллюзией контроля», когда человеку свойственно полагать,

что он знает больше остальных, и его действия предугадывают действия других людей. Данная иллюзия была затронута в 1975 году в одной из работ американского психолога Элен Лангер. Автором было доказано, что простая формулировка одной и той же игры в разных видах формирует у участников разное отношение к ней. Если условия сформулированы так, что исход якобы зависит в первую очередь от умственных способностей человека, у него формируется «Иллюзия контроля», и он готов действовать менее целесообразно и рисковать большими денежными суммами.

Субъективные факторы поведения инвестора на рынке делятся на две основные группы. Первая группа - это факторы, связанные с ошибочным восприятием реальности. Как следствие, это побуждает людей принимать неверные решения, мотивированные стереотипным мышлением, когда при сложившемся сценарии нужно выполнять заранее обозначенные действия, не проводя никакого дополнительного анализа. Стереотипное мышление свойственно людям из всех отраслей деятельности, и финансовая отрасль исключением не является. Вторая группа — это факторы эмоционального плана, которые определяют поведение человека в определенных ситуациях. Эти факторы имеют тесное отношение к человеческой природе и человеческому сознанию [1].

Большое значение при работе со сложными вещами имеет наличие у человека в уме рабочей модели определенной ситуации и умение с этой моделью работать. Сталкиваясь с определенными явлениями в реальной жизни, человек как бы воспроизводит архитектурную модель у себя в сознании, и подстраивает ее под разные сценарии с разными исходами, тем самым более трезво анализируя имеющиеся данные и принимая более адекватные и трезвые решения [1].

Шотландский психолог Кеннет Крейк был первым, кто выдвинул данную теорию и в своей работе «Природа объяснений» описал, как люди строят у себя в голове интеллектуальные модели реальности, подвергая их различным вариантам действий, анализируя исходы, делая выводы и тем самым предвосхищая будущее. Подобная практика помогает людям принимать наиболее взвешенные решения и на финансовых рынках, тем самым не подвергаясь влиянию эмоций и не делая иррациональных поступков. Способность строить модели у себя в уме важна при работе на рынке, особенно в условиях постоянных рисков и неопределенности. Основная проблема этого метода заключается в том, что при слишком высоком уровне неопределенности и рисков способность воспринимать действительность адекватно идет на спад, что заставляет людей использовать более упрощенные модели, которые многие важные аспекты просто опускают. Это естественная реакция человеческого мозга, когда тот не может справиться со слишком большим потоком информации и просто включает защиту.

Существует три типа ситуаций, в которых люди принимают иррациональные решения на основе неверных оценок имеющихся данных. Первый тип — переоценка имеющейся информации. Руководствуясь определенными стереотипами, человек может придать слишком много внимания фактам, не имеющим для него никакого значения, и искать между ними взаимозависимость, особенно если в прошлом некоторые данные случайным образом находились в некой корреляционной зависимости. Мало того, что происходит преувеличение важности ненужных данных, за этим следует преуменьшение важности действительно нужных данных. Неверная расстановка приоритетов создает так называемую иллюзию контроля, которая в конечном итоге просто подводит инвестора. Второй тип — неправильное использование инструментов теории вероятностей при оценке достоверной информации. Наиболее часто встречающаяся проблема — злоупотребление репрезентативностью, то есть для анализа вовлекается большое количество данных и берется общая среднестатистическая по конкретной отрасли, однако игнорируется факт того, что данная средняя актуальна только для очень большого количества случаев. При подсчете вероятности исхода определенного результата из нескольких возможных это порой искажает общую картину. Третий тип — способ описания ситуации и подачи данных, полезных и бесполезных. К примеру, при визуальном восприятии данных может быть уделено меньшее значение тем, которые имеют меньшую цифру, но не важность. Люди могут ограничиться наиболее доступными данными и считать их исчерпывающими, потому что они были представлены более удобным способом. Несмотря на то, что Поведенческая Экономическая Теория идет в противовес классическому учению, стоит отметить, что даже такие именитые сторонники классической теории, как А. Смит, А. Маршалл, Дж. Кейнс. И. Фишер уделяли немало внимания психологическим аспектам человеческого мировосприятия и поведения, соответственно [2]. Весь мир поместить в четкие рамки классических теорий просто невозможно, оттого и происходит развитие прочих теорий, включая поведенческую, где происходит некий отход от восприятия реальности и уделяется больше внимания чертам индивида в окружающем мире.

Сторонники Поведенческой Экономической Теории, такие как М. Алле, Г. Марковиц, Д. Эльсберг и Р. Строч, бросили некую тень сомнения на постулаты классической теории относительно их адекватности в условиях неопределенности и риска. По большому счету задачей этих ученых было показать, что принципы классической теории постоянно нарушаются теми, кто принимает решения, и игнорировать это было невозможно. Это стало толчком для значительных изменений в восприятии индивида как участника

рынка, руководствующегося стандартными принципами [3].

Развитие данной теории было обусловлено еще и тем, что помимо накопления систематических данных учитывались еще и аномальные случаи как являющиеся такими же важными как стандартное большинство. Теория ожидаемой полезности и способность классической теории как предсказательного инструмента с тех пор кажется не такой непоколебимой, какой она была долгое время. Поведенческая Экономическая Теория, тем не менее, не имеет цели показать классическую теорию в невыгодном свете [4]. Напротив, одной из ее целей является улучшить предсказательные возможности традиционных концепций.

Исследования Д. Канемана и А. Тверски показали, что на финансовые потери люди реагируют негативно в два с половиной раза сильнее, чем положительно на финансовые выигрыши [5]. Поэтому при принятии решений люди стремятся выбирать те варианты, при которых потенциальные потери будут сведены к минимуму. Более того, как следует из человеческого отношения к выигрышам и проигрышам, люди очень остро реагируют на плохие новости. Однако, они очень слабо реагируют на хорошие. Построенная в голове, при таком отношении к хорошему и плохому, экстраполяция, становится менее объективной и надежной, и называется она «предрасположенностью к чрезмерной реакции» [5].

Обработывая какие-либо данные, человек старается их упростить, всячески искажая и обобщая. С одной стороны, это экономит человеку время и силы. С другой стороны, это мешает адекватной оценке действительности. Отсюда следуют такие явления, как самоуверенность, конформизм, предпочтение желаемого действительному, инертность мышления и последующее иррациональное поведение.

Несмотря на то, что Поведенческая Экономическая теория со временем получает все большее признание среди экспертов, не лишена она и оппонентов. Одним из наиболее явных ее оппонентов является американский экономист Ю. Фама. Будучи одним из основоположников теории эффективных рынков, он отвергает положения поведенческой теории как идущей в некоторой степени в противовес его концепции эффективности [6].

По мнению ученого, специалисты по поведенческим финансам занимаются преднамеренным выискиванием недочетов в его теории, допуская абсурдные аномалии в жизнь рынка. Тем не менее, в 1998 г. Фама провел ряд исследований, в которых доказал, что его теория атаку этих аномалий выдержала, тем самым закрепив за собой место наиболее адекватной и надежной. Как бы то ни было, теория Фама не может считаться однозначно доминирующей. Значительные исследования в области нейронауки

и психологии доказали, что на основе исключительно предпосылки о рациональности реальный процесс принятия решений не проходит. Вес имеют также интуиция, выводы и условия конкретной ситуации, не говоря уже о взглядах принимающего решение. [6]. Основные исходные положения поведенческой теории можно сформулировать следующим образом:

- принимающие финансовые решения люди могут иметь различные предпочтения, которые в свою очередь подвергаются изменениям и зачастую формируются непосредственно в процессе принятия этих решений;

- менеджеры и инвесторы могут иметь свои собственные цели, не всегда сходящиеся с целями компании, потому и нельзя считать их безукоризненными оптимизаторами для компании, поскольку им свойственно отдавать приоритетам своим собственным потребностям;

- при принятии инвестиционного решения взгляды ответственного лица могут меняться, потому что они находятся под влиянием окружающей обстановки, да и сама природа такого рода решений подразумевает это;

- эмоциональное воздействие оказывает влияние на финансовых аналитиков, потому что это свойственно процедуре принятия решений.

Риск как явление более субъективное, нежели объективное, а потому нельзя при его оценке ограничиться показателями волатильности ценных бумаг или коэффициентом бета. Риск всегда окрашен эмоционально, что исключает тот факт, что психологические аспекты неуместны при работе на финансовых рынках. Значимость теории поведенческих финансов получила признание по всему миру [6]. Д. Канеман и В. Смит, одни из наиболее выдающихся сторонников данной теории, стали лауреатами Нобелевской премии за их вклад в поведенческую и экспериментальную экономику. ■

---

1. Финансовый менеджмент. – М.: Изд-во Финпресс, 2011.

2. Масютин А. А. Поведенческие финансы как новое направление финансовой теории / А. А. Масютин // Банковское дело. № 12. – М.: Изд-во Агентство Информбанк, 2014.

3. Экономические науки. – М.: Изд-во Роспечать, 2011.

4. Ващенко Т. В. Современные теории поведенческих финансов / Т. В. Ващенко // Финансовый менеджмент. № 2. – М.: Изд-во Финпресс, 2006.

5. Ценности культуры и модели экономического поведения: научная монография / Под ред. Н. М. Лебедевой, А. Н. Татарко. – М.: Издательство «Спутник+», 2011.

6. Федотова М. Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса. / М. Федотова, В. Плещачевский, В. Рутгайзер, А. Будицкий // Имущественные отношения в Российской

Федерации. – М.: Изд-во Международная академия оценки и консалтинга, 2009.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Ващенко Т. В. Современные теории поведенческих финансов / Т. В. Ващенко // Финансовый менеджмент. № 2. – М.: Изд-во Финпресс, 2006.

Масютин А. А. Поведенческие финансы как новое направление финансовой теории / А. А. Масютин // Банковское дело. № 12. – М.: Изд-во Агентство Информбанк, 2014.

Федотова М. Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса. / М. Федотова, В. Плескачевский, В. Рутгайзер, А. Будицкий // Имущественные отношения в Российской Федерации. – М.: Изд-во Международная академия оценки и консалтинга, 2009.

Финансовый менеджмент. – М.: Изд-во Финпресс, 2011.

Ценности культуры и модели экономического поведения: научная монография / Под ред. Н. М. Лебедевой, А. Н. Татарко. – М.: Издательство «Спутник+», 2011.

Экономические науки. – М.: Изд-во Роспечать, 2011.

---

## Behavioral finance

© Ajdynov R., Zhuravleva I., 2019

The article is devoted to main aspects of behavioral finance. The authors described various theories presented in the research papers of scientists in finance area. The authors touched upon the issues of making financial decisions, possible investors' behavior, and external and internal influence of various factors in the process of making these decisions.

*Keywords:* finance, economics, rational behavior, irrational behavior, financial market, information, decision, risk

---