
ПРИКЛАДНЫЕ АСПЕКТЫ И ЭФФЕКТЫ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

Иванова Ольга Владимировна, канд. экон. наук, доц.

Воронежский государственный университет, Университетская пл., 1, Воронеж,
Россия, 394018; e-mail: tramp-77@yandex.ru

Цель: применить эффекты поведенческих финансов в портфельной теории, оценить активы и бизнес, определить структуры капитала корпорации. *Обсуждение:* в предположении, что имеющиеся теории финансов и модели оценки стоимости активов не полностью объясняют поведение инвесторов, делают рыночные прогнозы слабо реалистичными, необходимо найти объяснение сложившемуся положению вещей. В финансовой области субъекты рациональны лишь отчасти, они принимают решения и действуют под влиянием сложившихся предубеждений, стереотипов, эмоций и ошибок. *Результаты:* в анализе информации предлагается применять открытия поведенческих финансов, учитывая эффекты влияния поведения на принимаемые решения. Допущение о частичной рациональности экономического субъекта и учет поведенческих аспектов в традиционных моделях приближает прогнозы к реальности.

Ключевые слова: поведенческие финансы, портфельная теория, структура капитала, оценка активов, инвестирование.

DOI: 10.17308/meps.2016.6/1456

1. Введение

В условиях регулярных рыночных аномалий и высокой волатильности финансовых рынков традиционные теории и принципы не описывают с достаточной точностью происходящие процессы. Согласно теории ожидаемой полезности Фон Неймана-Моргенштерна (1944 год), любой разумный индивид стремится максимизировать ожидаемую полезность. Действуя в рамках теории ожидаемой полезности, экономические субъекты оценивают свою полезность по критериям риска и доходности, что заложено в основу портфельной теории Гарри Марковица (при прочих равных условиях из двух инструментов с одинаковым риском будет выбран инструмент с большей доходностью, и наоборот, при равенстве условия о доходности выбор падет на инструмент с меньшим риском). Однако такие рациональные и логичные подходы экономической науки слабо объясняют рыночные феномены, «пузыри», выбор инвесторов, волатильность ставок и делают финансовые и фондовые прогнозы далекими от реальности.

Вопросы о рациональности экономического субъекта подверглись со-

мнению уже в 1952 году французским экономистом Морисом Алле, а в 2002 году Даниэл Канеман получил Нобелевскую премию за работу по эмпирическому доказательству, что человек является иррациональным. В работах Дж. Сороса похожая модель поведения получила название «Теория рефлексивности на финансовых рынках» [10].

Значительные эмпирические исследования в области когнитивной психологии и науки о высшей нервной деятельности человека позволяют утверждать, что реальный процесс принятия решений нельзя объяснить только на основе предпосылки о рациональности. Потребность в адекватном реальности объяснении процессов принятия решений и финансовом прогнозировании, в оценке активов и трендов финансовых рынков привела к появлению нового направления – поведенческих финансов (behavioral finance), находящегося на стадии формирования научной парадигмы. Поведенческие финансы возникли на стыке нескольких наук: экспериментальная экономика, когнитивная психология, теория принятия решений, наука о высшей нервной деятельности.

Поведенческие финансы (BF – Behavioral Finance) – это направление исследований в «иррациональных финансах», в рамках которого рассматривается синтез классических теорий и новых концепций анализа, моделирования и прогнозирования динамики рынка капитала, учитывающих непредсказуемые проявления иррациональности на фондовом рынке [11].

Поведенческие финансы основаны на предпосылке, что инвесторы принимают решения в соответствии с принципами поведенческой теории и ограниченной рациональности, они расширяют принципы реализации финансовых отношений в процессе распределения и использования финансовых ресурсов. Субъекты изначально рассматриваются как не полностью рациональные в принятии решений в силу того, что они изначально могут ошибаться в своих представлениях. В финансовой области субъекты принимают решения и действуют под влиянием сложившихся предубеждений, стереотипов, эмоций и ошибок в анализе информации.

2. Допущения и эффекты поведенческих финансов

Существует два подхода к изучению поведенческих финансов. Первый ставит исходным пунктом результаты психологии, которые характеризуют поведение человека в конкретных экономических обстоятельствах. Эти результаты используются для построения новых экономических моделей и корректировки имеющихся. В рамках другого подхода экономисты анализируют эмпирические отклонения от традиционных моделей. После этого изучаются психологические аспекты поведения человека, чтобы найти объяснения выявленным отклонениям.

Допущениями поведенческих финансов являются:

- поведение субъекта финансово-экономической деятельности является сочетанием рациональных и иррациональных решений;
- форма и структура информации влияет на финансовое решение;

– иррациональное поведение субъектов влияет на процесс управления финансами и ценообразование финансовых ресурсов.

В 1970-1980-х годах Д. Канеман и А. Тверски разработали так называемую «Теорию перспектив». Они показали (в рамках когнитивной психологии), что индивидуальные ожидания инвесторов обусловлены набором психологических факторов [3]. Особую популярность данной концепции принесла книга Х. Шефрина «За пределами алчности и страха: понимание поведенческих финансов и психологии инвестирования» [6].

Формами ограничения рациональности, или эффектами поведенческих финансов, можно назвать следующие:

1. Эвристика – решение сложной задачи сводится к более простой. Например, инвесторы действуют по заранее определенным правилам, которые сформировались в течение длительного времени. Вместе с этим важно понимать, что правила работают в исходных переменных, когда вводные меняются, должно меняться и поведение, а значит и решение. Изменение переменных приводит к нерациональным инвестиционным решениям.

2. Излишняя самоуверенность и иллюзия управления ситуацией – первая закономерность связана с тем, что инвесторы переоценивают объем своих знаний. Вторая тенденция следует из первой: участники рынка убеждены, что контролируют обстановку, хотя на самом деле это не так. Иногда это называют эффектом диспозиции, т.е. нежеланием инвесторов признавать свои ошибки.

3. Эффект неприятия потерь (описан в «Теории перспектив») – субъекты не склонны к потерям, поэтому они более остро реагируют на возможные потери, нежели на возможность получения выгоды. Экономические субъекты реагируют на одинаковые с точки зрения соотношения выгод и потерь ситуации по-разному в зависимости от того, теряют они или выигрывают. Это явление Канеманом и Тверски названо «асимметричная реакция» на изменение благосостояния, что означает следующее: экономические субъекты готовы рисковать для избегания потерь, но не в случае, возможно ведущем к получению выгоды.

4. Репрезентативность характеризует склонность искать тенденции в случайных явлениях, не владея реальной информацией, судить о чем-либо или делать прогнозы о будущем на основании прошлого опыта подобных ситуаций.

5. «Информационные каскады» («Теория стадного поведения») – эффект характеризует наиболее распространенный стереотип поведения на финансовом рынке. В этом случае инвесторы предпочитают двигаться в потоке, а не принимать самостоятельные решения.

6. Рамки поведения – схожие проблемы решаются одинаково, несмотря на то, что имеется возможность выбора других вариантов при использовании иного алгоритма решения. «Процесс формирования рамок» – это оценка степени рациональности в принятии решений путем исследования

того, сгенерирует ли равнозначный вопрос одинаковый ответ, если будет задан в двух отличных по форме, но равных по смыслу формулировках. С ним связан эффект реакции рынков на новости. Схожие новости могут быть представлены в разных форматах, которые влияют на процесс восприятия информации и оцениваются инвестором как более негативные или более позитивные.

7. Фиксация (выработка условных рефлексов) – это принятие решения, основанного на предыдущем опыте. Примерами фиксации являются события в прошлом или отмеченные тенденции. При принятии решения субъекты придают важность первоначальной информации, фиксируют первоначальное суждение и только потом вносят в него корректировки.

8. Заблуждение относительно осведомленности – субъекты отдают предпочтение уже знакомому явлению, событию, объекту. С точки зрения риска это предрассудок, который изменяет восприятие человека. При оценке опасных действий субъекты более терпимы к риску, если ранее были знакомы с определенным обстоятельством или деятельностью. К ранее встречавшимся рискам субъекты толерантнее, чем к новым для них. С этим связан эффект «домашних» предпочтения, когда инвесторы предпочитают отечественные рынки зарубежным не на рациональной основе, а из соображений безопасности, часто в ущерб доходности.

9. Значение компетентности – изменения в уровне знаний влияют на восприятие риска: чем больше субъект воспринимает какую-либо деятельность как «трудную для понимания», тем большее беспокойство он испытывает.

10. Непостоянство имеющейся на рынке информации – участники финансового рынка всегда не владеют полной информацией. Более того, квалификации инвестора может быть недостаточно для интерпретации имеющейся. Этот феномен изучали Канеман и Тверски [9].

11. Когнитивный диссонанс – аналитики регулярно прогнозируют сценарии развития компании, динамики курсов и т.д. Однако реальность зачастую не соответствует ожиданиям. Тем не менее приверженность текущим прогнозам ведет к недооценке важной информации. С этим связан различный подход к интерпретации информации, а также разные выводы из одних и тех же исходных данных.

Эти и другие эффекты встречаются как на развитых, так и на развивающихся рынках.

3. Прикладные аспекты применения поведенческих финансов

В основе принятия решений лежит информация, ее полнота, а следовательно – неопределенность. Все решения принимаются в неопределенности. Известно, что неопределенность – понятие более широкое, чем риск, первичное, необходимое, но недостаточное для него условие. Риск может стать следствием неопределенности, а может и не стать. Основоположники поведенческих финансов склонны полагать, что риск – не объективное, а всегда

субъективное явление. В результате риск финансовых инструментов нельзя исчерпывающим образом представить, прибегая к коэффициенту бета или показателям волатильности доходности ценных бумаг, используя модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM). В основе теории оценки лежит понятие ставки дисконтирования, которая является мерой риска и приводит будущие денежные потоки к настоящему моменту времени. Ставка, рассчитываемая на основе модели CAPM, состоит из двух элементов: безрисковой ставки и премии за риск, корректируемой коэффициентом бета. Нереалистичность прогнозов с использованием модели привела к необходимости поиска новых подходов. В частности, в 1998 г. вышла статья «Модель настроений инвестора» [1], в которой в анализ риска включались поведенческие аспекты. Дальнейшие исследования показали, что использование уровня поведенческого параметра (настроений инвесторов) позволяет достаточно точно прогнозировать рыночную доходность (и динамику цен на финансовые активы) на период от 1 до 3 лет. Именно этот факт объясняет отклонение рыночной цены актива от его справедливой стоимости [2].

Попытка поведенческого анализа ставки дисконтирования была принята при разработке «Эмоциональной модели оценки капитальных активов» (Emotional Capital Asset Pricing Model – ECAPM) по эмпирическим данным рынков Германии и США [4]. Исследователи показали, что инвестор не только механически совершает операции с финансовыми инструментами, но и эмоционально реагирует на совершаемые сделки, ощущая разочарование или удовлетворение. Это привело к мысли о включении в ставку дисконтирования дополнительной премии, которая учтет и сбалансирует эмоциональную составляющую участников рынка.

Исследования поведения инвесторов в зависимости от прогнозируемой и ретроспективной динамики роста продаж компании привели к созданию поведенческой модели оценки активов (Behavioral Asset Pricing Model – BAPM). Суть модели состоит во введении психологического понятия аффекта, то есть некоторого представления о «плохом» и «хорошем», которое появляется в подсознании инвестора быстро и спонтанно [7]. Аффект выступает измерителем настроений инвесторов, от которого зависит динамика реальной стоимости активов. Не все исследователи согласны с зависимостью доходности от параметра аффекта, однако описанные эмпирические закономерности привели к пересмотру структуры ставки дисконтирования. Помимо объективного риска, измеряемого коэффициентом бета, в нее включают субъективную составляющую [5].

В прикладном аспекте поведенческие финансы могут рассматриваться как основа биржевой торговли, портфельного инвестирования, оценки бизнеса, формирования структуры капитала. На базе эффекта «неприятная потеря», при котором инвесторы негативно воспринимают риск получить убытки от инвестирования, строится большинство поведенческих моделей оптимизации портфеля на рынке ценных бумаг. Традиционная портфельная

теория строится на прямой зависимости между риском и доходностью. Учитывая поведенческий аспект, выявляется наличие асимметрии между размером прибыли от инвестиций и уровнем риска. Учет эффекта неприятия потерь приводит к более осознанному использованию моделей и приближает ожидания к реальности.

Практическая психология показывает, что субъекты систематически отклоняются от прогнозируемого классической теорией выбора, так как они предвзяты в своем восприятии реальных фактов. Портфель, сформированный инвестором согласно теории перспектив, будет значительно отличаться от портфеля традиционного (рационального) инвестора, определяющего набор инструментов в соответствии с теорией ожидаемой полезности.

В общих чертах теория перспектив и кумулятивная теория перспектив определяют следующие концепции в системе индивидуальных риск-предпочтений: 1) инвесторы оценивают активы согласно выгодам и потерям, а не по конечной доходности; 2) субъекты менее расположены к потерям, чем привлекаемы выгодой ввиду эффекта неприятия потерь; 3) субъекты более расположены к риску в области потерь и избегают риска в области выигрышей; 4) субъекты переоценивают низкие вероятности и недооценивают высокие [8].

На основе аспектов теории перспектив возможно создать модели принятия решений, определяющих структуру капитала. В частности, теория отслеживания рынка выявила, что для компаний не существует оптимального соотношения долг–капитал, они позволяют ему меняться. Такое свободное плавание соотношения долга и капитала связано со стремлением компаний воспользоваться возникшей на рынке неправильной оценкой стоимости капитала. Отслеживание динамики рынка и извлечение выгоды из текущей недооцененности или переоцененности капитала определяет структуру капитала, что является оптимальной стратегией.

Теория информационных каскадов говорит о том, что структура капитала может выбираться не на основе расчетов оптимальной структуры или складываться в зависимости от доступных в разные периоды источников финансирования, а копироваться у успешных компаний, что экономит время. Теория автономии инвестиций менеджеров устанавливает связь между решениями менеджеров и ожидаемым восприятием инвесторами этих решений. Менеджеры реализуют только те решения, которые, по их мнению, будут позитивно восприняты инвесторами, а следовательно, положительно скажутся на рыночной стоимости бизнеса. 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 чрезмерная самонадеянность является существенным фактором, определяющим структуру капитала, что не принималось ранее во внимание ни одной традиционной теорией.

4. Заключение

Поведенческие финансы являются наукой, которая только начинает занимать свое место в классических финансах, однако уже сейчас данное направление финансовой мысли может ответить на некоторые вопросы нерационального поведения инвесторов и скорректировать их дальнейшие действия. Корректировка традиционных моделей на эффекты поведенческих финансов позволит принимать лучшие инвестиционные решения и приблизить финансовые прогнозы к реальности.

Список источников

1. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of Investor Sentiment // *Journal of Financial Economics*, 1998, Vol. 49, no. 3, pp. 307-343.
2. Brown G.W., Cliff M.T. Investor Sentiment and Asset Valuation // *Journal of Business*, 2005, Vol. 78, no. 2, pp. 437.
3. Editorial Commentary: A New Paradigm for Asset Pricing // *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2000, Vol. 1, no. 1, pp. 3-9.
4. Gurtler M., Hartmann N. The Equity Premium Puzzle and Emotional Asset Pricing // *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2007, Vol. 10, no. 6, pp. 939-965.
5. Loewenstein G., Weber E., Hsee C., Welch N. Risk as Feelings // *Psychological Bulletin*, 2001, Vol. 127, no. 2, pp. 267-286.
6. Shefrin H. *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford, Oxford University Press, 1999.
7. Statman M., Fisher K. L., Anginer D. Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model // *Financial Analysts Journal*, 2008, Vol. 64, no. 2, p. 20.
8. Гришина Н.П. Проблема принятия инвестиционных решений с точки зрения практики поведенческих финансов // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*, 2012, no. 1, с. 16-20.
9. Канеман Д., Тверски А. Рациональный выбор, ценности и фреймы // *Психологический журнал*, 2003, т. 24, no. 4, с. 31-42.
10. Сорос Дж. *Анализ рынка ценных бумаг*. Москва, Инфра-М, 1999.
11. Федоров А.В. *Основы финансовых инвестиций*. Санкт-Петербург, Питер, 2007.

APPLIED ASPECTS AND EFFECTS OF BEHAVIORAL FINANCE

Ivanova Olga Vladimirovna, Cand. Sc. (Econ.), Assoc. Prof.

Voronezh State University, 1 University Sq., Voronezh, Russia, 394018; e-mail: tramp-77@yandex.ru

Purpose: article is devoted to the application of the effects of behavioral Finance in portfolio theory, valuation of assets and businesses, determining the capital structure. *Discussion:* under assumption that the existing financial theories and valuation models in the value of assets don't explain the behavior of investors fully, market forecasts is weakly realistic, it is necessary to find an explanation for the status quo. In the financial area actors only partly rational, they make decisions under influence of prevailing prejudices, stereotypes, emotions and mistakes. *Results:* in the analysis of information is proposed to apply the discoveries of behavioral finance, taking into account the effects of behavior on decisions. The assumption of a partial rationality of the economic entity and accounting for behavioral aspects in traditional models brings the predictions to reality.

Keywords: behavioral finance, portfolio theory, capital structure, valuation of assets, investing.

Reference

1. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 1998, vol. 49, no. 3, pp. 307-343.
2. Brown G.W., Cliff M.T. Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, 2005, vol. 78, no. 2, pp. 437.
3. Editorial Commentary: A New Paradigm for Asset Pricing. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2000, vol. 1, no. 1, pp. 3-9.
4. Gurtler M., Hartmann N. The Equity Premium Puzzle and Emotional Asset Pricing. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 2007, vol. 10, no. 6, pp. 939-965.
5. Loewenstein G., Weber E., Hsee C., Welch N. Risk as Feelings. *Psycho-logical Bulletin*, 2001, Vol. 127, no. 2, pp. 267-6.
6. Shefrin H. *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford, Oxford University Press, 1999.
7. Statman M., Fisher K.L., Anginer D. Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model. *Financial Analysts Journal*, 2008, vol. 64, no. 2, pp. 20.
8. Grishina N.P. Problema priniatiia investitsionnykh reshenii s tochki zreniia praktiki povedencheskikh finansov. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta*, 2012, no. 1, pp. 16-20. (In Russ.)
9. Kaneman D., Tverski A. Ratsional'nyi vybor, tsennosti i freimy. *Psikhologicheskii zhurnal*, 2003, vol. 24, no. 4, pp. 31-42. (In Russ.)
10. Soros Dzh. *Analiz rynka tsennykh bumag*. Moscow, Infra-M, 1999. (In Russ.)
11. Fedorov A.V. *Osnovy finansovykh investitsii*. Saint Petersburg, Piter, 2007. (In Russ.)