

# ТЕОРИЯ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ И ЕЕ ПРИМЕНЕНИЕ К ПРОГНОЗИРОВАНИЮ ДОХОДНОСТИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

*Е.А.Коваленко*

*Пермский государственный национальный  
исследовательский университет, г. Пермь*

В области финансов, как и во всех остальных областях своей деятельности, люди действуют под влиянием сложившихся стереотипов мышления, иллюзий восприятия, предвзятых мнений, ошибочного анализа информации и прочих субъективных поведенческих факторов, которые в совокупности оказывают сильное влияние на процесс принятия решения финансово-инвестиционного характера.

Проводимые эмпирические наблюдения рынков и тестирование моделей, предлагаемых классической теорией финансов, показали, что используемые в российской практике теории и модели управления финансами в ряде случаев не позволяют строить корректные прогнозы на реальных рынках капитала. Одной из причин недостаточной прогностической силы моделей стало слабое внимание классической теории к поведенческому аспекту принятия решений на финансовых рынках. При этом степень иррациональности поведения игроков на рынке существенно и постоянно возрастает с расширением их доступа к торгам, распространением Интернета, увеличением масштабов и взаимосвязанности финансовых рынков. Следовательно, не учитывая поведенческие аспекты, существующие модели не дают возможности разрабатывать эффективные финансово-инвестиционные стратегии. Западная финансовая наука решает этот вопрос, используя концептуальные положения теории поведенческих финансов, а в современной отечественной экономической литературе вопросы анализа и учета поведенческих факторов еще не нашли достаточного отражения.

Поведенческие финансы (BF – Behavioral Finance) – это самое яркое направление в «иррациональных финансах». Поведенческие финансы – это течение, в рамках которого рассматривается синтез классических теорий и новых концепций анализа, моделирования и прогнозирования динамики рынка капитала, учитывающих непредсказуемые проявления иррациональности на фондовом рынке [1; 6].

Свое развитие Behavioral Finance получили сравнительно недавно: первые эмпирические исследования появились в начале 1980-х гг., а первые теоретические работы, делающие попытку объяснить их, – лишь к середине 1990-х гг. Началом развития теории считается «Теория перспектив: анализ принятия решения в условиях риска», авторами которой являются Дэниэл Канеман и Амос Тверски (1979 г.) [1; 7].

Особенность направления исследования заключается в его междисциплинарном характере, позволяющем рассматривать инвестора и фондовый рынок во взаимосвязи с другими науками [2].

Взаимосвязь поведенческих финансов с другими науками показана на рисунке 1.

	<b>Психология:</b> BF используют психологические методы исследования, рассматривая личностные характеристики инвестора.	<b>Социология:</b> BF используют методы социологических исследований, рассматривая поведение инвестора в социальном контексте.	<b>Культурология:</b> BF используют в основном категориальный аппарат, рассматривая поведение инвесторов с т.зр. принадлежности к той или иной культуре.	
<b>Экономика:</b> BF используют категориальный аппарат экономической теории, изучают ту же предметную область и связывают те же явления.	<b>Поведенческие финансы (BF):</b>			<b>Финансы:</b> BF используют категориальный аппарат финансов, изучают ту же предметную область и связывают те же явления.
<b>Поведенческая экономика (BE):</b> Предметная область и методы схожи, однако объект BF более конкретизирован. BE изучает поведение агентов вообще, BF – поведение инвесторов.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- изучают поведение инвесторов на финансовом рынке (широком смысле);</li> <li>- рассматривают инвестора как субъекта с ограниченной рациональностью (иррационального);</li> <li>- объясняют наблюдаемые на финансовом рынке явления, которые с точки зрения ЭМН и основанных на ней моделей являются аномальными;</li> <li>- представляют собой альтернативу рациональным финансам;</li> <li>- исходят из предположения о том, что иррациональное поведение инвесторов объясняется человеческим фактором, и используют синтез методов гуманитарных и точных наук;</li> <li>- основываются на эмпирических данных.</li> </ul>			<b>Инвестиции:</b> BF расширяют и дополняют модели, существующие в рамках учения об инвестициях, объясняя аномальные с точки зрения этих моделей явления.

Рис. 1. Поведенческие финансы и их взаимосвязь с другими дисциплинами

Необходимо осознавать тот факт, что в области финансов люди принимают решения и действуют под влиянием сложившихся стереотипов, предубеждений, ошибок в анализе информации и самых обыкновенных эмоций основное достижение поведенческих финансов состоит в том, что позволяют выявить эти ошибки, систематизировать их, говорят об источниках возникновения отклонений в поведении

и к чему приводит такое нерациональное поведение, таким образом, поведенческие финансы – это своего рода рекомендация для участников рынка о том, как ведет себя основная масса инвесторов и чего следует опасаться и как себя вести для того, чтобы максимизировать свой выигрыш, увеличить доход [3].

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 (одна из многочисленных классификаций) [1; 2; 4; 5; 6]:

- факторы неверной оценки имеющейся информации;
- эмоциональные (психологические) факторы.

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 экономическими 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 кажущейся 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 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 являются индивидуумами избегающими риск, а в отрицательных – наоборот.

12) Эффект «сверхреакции» – острая реакция на новую информацию о корпоративных ценных бумагах, 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.

Зная все возможные ошибки и отклонения в поведении участников рынка, мы теперь можем ответить на такие вопросы, как:

Каковы особенности поведения инвесторов на фондовых рынках?

От чего зависит их решения в условия неопределенности и риска?

Что влияет на эти решения?

Почему люди действуют иррационально?

Если выявить основные причины, то можно предвидеть и контролировать подобные ситуации на фондовом рынке, в результате избегая негативных последствий «неправильного поведения». Полезно также научиться понимать и предсказывать действия других участников рынка (как партнеров, так и конкурентов), обращая себе на пользу любые отклонения от «правильной» или «рациональной» линии поведения [1;5].

Реализация эффектов иррациональности большинством игроков на рынках капитала приводит к тому, что правила принятия инвестиционных решений, и как следствие, динамика цен и распределение доходности на реальных рынках существенным образом отличаются от моделей рынка, сформулированных в рамках классической теории. Например, значимыми характеристиками рынков становятся наличие «памяти рынка» или эффект обратной связи, избыточная и недостаточная реакция инвесторов на новую информацию и, как следствие, высокая волатильность рынков.

На основании результатов анализа поведенческих особенностей принятия решений инвесторами и анализа состояния реального рынка капитала предложим поведенческую модель прогнозирования на финансовых рынках.

Учитывая все возможные ограничения, получим модель определения доходности финансовых активов:

$$R_{prog} = RCAPM + AsIrr,$$

где  $R_{prog}$  – прогнозное значение доходности актива,

$RCAPM$  - усредненная доходность актива, полученная на основе модели  $CAPM$ ,

$AsIrr$  - оценка субъективной составляющей; субъективизм, которому подвержены инвесторы при принятии решений.

Одной из предпосылок построения модели является взятие за основу модели доходности активов, рассчитанной с помощью  $CAPM$ , в силу того, что модель  $CAPM$  наиболее часто используется, широко известна участникам рынка и проста в реализации.

Пусть  $RCAPM$  - это объективная составляющая поведенческой модели, полученная путем усреднения

доходности, рассчитанной на основе классической модели.

Субъективная составляющая рассчитывается на основе глубинного анализа особенностей инвесторов рынка, выявлении основных аномалий, влияющих на их решения. Анализ проводится путем анкетирования с целью выявления основных особенностей участников рынка и методом экспертных оценок. Для перевода качественных характеристик в количественные используются таблицы сопряженности, с помощью которых задаются весовые коэффициенты тех или иных субъективных факторов, воздействующих на восприятие инвестором реальной ситуации на фондовом рынке и вызывающих отклонения при принятии решений.

Таким образом, мы получаем поведенческую модель расчета доходности финансовых активов, отображающую реальную ситуацию на фондовом рынке.

### Список литературы

1. Ващенко Т.В., Лисицына Е.В. Поведенческие финансы — новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития// Финансовый менеджмент. 2006. №1.

2. Гладченко А. Поведенческие финансы. О том, почему человек далеко не всегда принимает рациональные решения.
3. Грэхем Б. Разумный инвестор. М.: Изд. дом «Вильямс», 2009; с.38.
4. Кохен Д. Страх, алчность и паника на фондовом рынке. М.: СмартБук, 2009.
5. Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок. М.: Рынок ценных бумаг, №7, 2000.
6. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. 272 с.
7. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk // *Econometrica*. — 1979. — vol. 47. — P. 263—291.
8. Индикаторы. URL: <http://www.mycard.ru/analysis/114-classic.html>