

Эволюция теоретических воззрений на становление поведенческих финансов и инвестиционное поведение

Влияние поведенческих факторов на финансовые рынки становится все более очевидным для многих научных исследователей, а такие темы, как «поведенческая экономика» и «поведенческие финансы» – все более актуальными в научном и бизнес-сообществах. В данной статье делается попытка систематизации теоретических воззрений на процесс появления и становления раздела экономической теории, получившего название «поведенческая экономика» и его составляющей «поведенческие финансы». Автор попытался систематизировать и логично выстроить взгляды ученых о влиянии психологических факторов на экономические процессы и принятие финансовых, в том числе инвестиционных и сберегательных, решений.

С. А. АБРАМЯН, аспирант кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета

Влияние классической экономической школы на развитие теории поведенческих финансов

Экономическая наука очень тесно связана с наукой психологией. Их взаимосвязь прослеживается в научном труде Адама Смита «Теория нравственных чувств» [1]. В этом произведении Смит стремится объяснить, как человеческие чувства и моральные предпочтения влияют на наше поведение и взаимодействие в обществе.

Адам Смит высказывает мысль о том, что стремление людей к богатству и их честолюбие не обусловлены только желанием обеспечить себе материальное благосостояние. Основной движущей силой служит стремление выделиться, привлечь внимание окружающих, завоевать одобре-

ние, похвалу или сочувствие. Смит считает, что главная цель человека – тщеславие, а не материальные блага или удовольствие. Богатство делает человека заметным, ставя его в центр внимания общества, тогда как бедность, наоборот, ведет к безвестности и забвению. Люди зачастую соперничают успехам и радостям богатых и влиятельных, воспринимая их жизнь как наивысшую форму счастья. В этом контексте существование таких личностей становится необходимым, поскольку они олицетворяют идеалы простого человека. Именно здесь и возникает сочувствие к их радостям и тревогам. В качестве примера Смит приводит казнь Карла I, которая вызвала общественное возмущение, в то время как смерть обычных граждан в гражданских войнах оставалась без внимания.

Рассматривая тему поведенческих финансов, стоит заострить внимание на умозаключении Адама Смита, что люди руководствуются не только максимизацией личной выгоды, но и этическими или моральными соображениями. Данный тезис разбивает утверждение, что человек является эффективным экономическим агентом. Индивид не может поступать только рационально, не испытывая моральных, этических, культурных или религиозных чувств. Так или иначе особенности личности могут влиять на решения, в том числе экономические или инвестиционные. В данной идее, присутствующей во многих научных работах Смита, выделяются определенные нормы, заложенные в человеке. Отметим, что сами нормы человек получает в окружающем его обществе. Следовательно, на инвестиционные решения может повлиять и социум, в котором формировалась личность индивида.

Резюмируя вклад Адама Смита в зарождение поведенческих финансов, следует отметить антропологическую основу его экономических идей. В любом экономическом процессе присутствует человек, особенности которого Смит учитывает и подчеркивает их влияние на общество и экономику. Эта мысль перекликается с одной из центральных тем поведенческих финансов – влиянием поведения человека на финансовые рынки. Основная заслуга Адама Смита в рамках исследуемой темы – предложение и обоснование необходимости рассмотрения и учета человеческой природы, моральных и социальных аспектов в принятии экономических и инвестиционных решений.

Также стоит обратиться к работам и идеям Иеремии Бентама. Он оказал весьма сильное влияние на формирование современных идей и концепций поведенческих аспектов финансов.

Бентам создал концепцию, предполагающую заинтересованность каждого человека в максимизации собственного ощущения счастья или удовольствия [2]. Ключевая идея – принцип поиска максимального счастья. Этот принцип строится на тезисе: действия, приводящие к наибольшему благу для наибольшего числа людей, следует считать морально приемлемыми. Данный принцип человек использует для оценивания последствий собственных действий. Заметим, что действие,

приносящее максимальное счастье для человека, далеко не всегда может быть наиболее рациональным и эффективным с точки зрения классической экономической модели. Классическая экономика строится на общей рациональности выбора и максимизации полезности, а вот поведенческая экономика или финансы предполагают, что человек действует иррационально, на чем и зиждутся рассуждения И. Бентама.

Бентам также предлагал использовать количественные методы для оценки счастья и удовольствия. В этом отношении его метод стал предтечей многих видов инвестиционного анализа, например, новостного или психологического анализа на рынке ценных бумаг. Важной частью работы Бентама было также развитие идей о правомерности оценок и системы наказаний, что позволяет более детально анализировать, как регулирование и институциональные механизмы могут менять поведенческие паттерны людей [2]. Таким образом, И. Бентам стал одним из тех мыслителей, чьи идеи о взаимодействии моральных и экономических аспектов человека подготовили почву для дальнейших исследовательских направлений в поведенческой экономике.

Становление поведенческой экономики как отдельной научной единицы

Переходя непосредственно к формированию более точных высказываний о поведенческих факторах в финансах, необходимо упомянуть вышедшую в 1968 г. работу Г. Беккера «Преступление и наказание: экономический подход» [3]. Данная работа рассматривает психологические факторы при принятии экономических решений. Также разработанная Г. Саймоном теория ограниченной рациональности призвана объяснить, как физиологическая ограниченность человека не позволяет ему быть эффективным экономическим агентом [4].

В теории поведенческих финансов основополагающими являются три направления.

1. Эвристика: принятие решение происходит из практического правила.
2. Понятие «смысловой рамки»: ограниченное информационное поле конкретного индивида, в

Abstract. The influence of behavioral factors on financial markets is becoming more and more obvious to many scientific researchers, and topics such as «Behavioral Economics» and «Behavioral Finance» are becoming more relevant in the scientific and business communities. This article attempts to systematize theoretical views on the process of the emergence and formation of a separate section in economic theory, called «Behavioral economics» and its component «Behavioral Finance». The authors tried to systematize and logically build the views of scientists on the influence of psychological factors on economic processes and financial decision-making, including investment and savings decisions.

Keywords. Behavioral finance, stock market, investment behavior, investment strategies.

Ключевые слова. Поведенческие финансы, фондовый рынок, инвестиционное поведение, инвестиционные стратегии.

рамках которого он воспринимает ту или иную идею, а затем оценивает ее.

3. Рыночная неэффективность – аномалии на рынке, которые ведут к нерациональному ценообразованию и т. д. [5].

Рассматривая современную поведенческую экономику или поведенческие финансы, упомянем весомый вклад Нобелевского лауреата Ричарда Талера, который стал основателем современного представления об исследуемой дисциплине. Основные идеи, которые прослеживаются в его научных трудах: природная ограниченная рациональность человека; несовершенство человеческой природы в вопросах контроля эмоций; социальные предпочтения как основа принятия экономических решений [6].

Исследуя идеи Р. Талера более подробно, надо уделить особое внимание проблемам самоконтроля. Ученый указывает на проблему сложности контролирования некоторых решений, которые могут быть обусловлены текущими обстоятельствами. Один из простейших примеров проблемы саморегулирования – влияние физиологических потребностей на экономические решения. Например, чувство голода может побудить человека покупать более дорогие пищевые продукты или покупать эти же продукты в большем объеме, чем требуется. Дело в том, что состояние голода – это стрессовое состояние для организма и психики. В стрессовом состоянии человек склонен принимать быстрые и, чаще всего, нерациональные решения для устранения стресс-фактора. В таком состоянии человек не может анализировать и четко рассчитывать объем блага, необходимого для закрытия потребности. Отсюда образуется проблема долгосрочного планирования. Текущие обстоятельства могут побуждать человека принимать сиюминутные решения, которые способны негативно влиять на долгосрочные цели. Например, покупка роскошного автомобиля в ущерб долгосрочному и рациональному инвестированию на фондовом рынке. В данной ситуации человек будет руководствоваться текущей потребностью в комфорте, социальном статусе и т. д., но негативный эффект или эффект упущенной выгоды сможет прочувствовать только через некоторое время. Для решения данной проблемы Р. Талер вводит понятие «подталкивание» – «внешняя рука», направляющая человека на рациональный и более выгодный экономический путь, которая использует различные методы влияния. Также особое внимание следует уделить концепции «ограниченной рациональности» Талера. Суть заключается в уникальной теории, учитывающей упрощения, с которыми люди сталкиваются при принятии финансовых решений. Он предполагает, что в наших умах существуют отдельные

«учетные записи» для разных категорий финансовых средств, предназначенных для различных целей – например, для повседневной жизни, отдыха, развлечений или ипотечных платежей. Кроме того, мы можем рассматривать доходы в зависимости от их источника и уровня усилий: зарплата воспринимается иначе, чем случайный выигрыш. Р. Талер акцентирует внимание на том, как каждое отдельное решение влияет на нас, вместо того чтобы фокусироваться на суммарном эффекте всех финансовых операций. Одно из ключевых понятий, введенных Р. Талером, – «неприятие потерь», которое помогает объяснить, почему люди склонны придавать слишком большое значение вещам, которые находятся в их собственности. Это явление, названное эффектом владения, демонстрирует, что для человека потеря объекта воспринимается гораздо ярче, чем получение аналогичного объекта. Например, человек, обладая акцией (ценной бумагой), может оценить ее выше, чем если бы он оценивал такую же акцию, которой еще не обладает.

Резюмируя вышесказанное, Талер предлагает рассматривать стандартные экономические процессы через призму человека в его повседневной жизни. Данный подход во многом противоречит основам классической экономической школы, но именно это противоречие позволяет рассматривать финансы не только с точки зрения рационального выбора, но и с учетом иррациональности человека как экономического субъекта.

Инвестиционное поведение как область теории поведенческих финансов

Один из наиболее прикладных и практически значимых разделов теории поведенческих финансов – инвестиционное поведение человека. Инвестиционное поведение – это совокупность действий экономических агентов, которые связаны с инвестициями собственного или заемного капитала. Поведенческие факторы оказывают сильное влияние на процесс принятия инвестиционных решений, а значит, и на финансовые рынки в целом. Весьма важен процесс формирования раздела об инвестиционном поведении в составе поведенческих финансов, ибо его существование стало возможным благодаря появлению научного труда, который во многом отрицает любые модели поведенческой экономики.

Юджин Фама в научном труде «The Behavior of Stock-Market Prices» выдвигает гипотезу эффективного рынка. Она во многом противоречит основным идеям поведенческой экономики и поведенческих финансов [7]. Эффективность рынка заключается в том, что цены на акции отражают всю доступную информацию. Это означает, что инвесторы не могут превзойти рынок в долгосрочной перспективе, основываясь на имеющейся

у них доступной информации. В работе ученый выделяет три формы рыночной эффективности: слабую, полную и сильную. Слабая форма предполагает, что текущие цены акций учитывают всю информацию, содержащуюся в предыдущих ценах. Это означает, что технический анализ, основанный на изучении исторических графиков цен, не может гарантировать получение прибыли. Полная форма утверждает, что цены также учитывают все публично доступные данные, а сильная форма утверждает, что цены отражают и всю скрытую, или инсайдерскую, информацию. Ю. Фама продвигает концепцию случайной блуждающей модели, согласно которой цена акций изменяется непредсказуемо и любые попытки спрогнозировать направление изменений основаны на случайных факторах.

Необходимо в связи с этим заметить, что многие приверженцы поведенческой экономики были не согласны с Ю. Фама. Например, одним из критиков концепции эффективного рынка стал Роберт Шиллер, который в книге «Иррациональное изобилие» (Irrational Exuberance) сосредоточился на психологии инвесторов и на том, как эмоции могут влиять на рынки, противореча предположению о рациональности участников рынка [8]. Одна из основных идей, выдвинутых в этом труде, – утверждение о том, что на фондовом рынке присутствует «иррациональный оптимизм». Суть этого феномена заключается в возможности удорожания акций компаний, которые в данный момент обладают низкой инвестиционной привлекательностью.

Основным прорывом в изучении инвестиционного поведения можно назвать зарождение нового вида анализа ценных бумаг, а именно психологического. Начиная с 2000-х гг. появляются научные труды в области поведенческой эконо-

мики и финансов, предлагающие новые метрики в привычном анализе инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Например, в научной работе Меира Статмана, Кеннета Л. Фишера и Дениза Энжинера «Affect in a Behavioral Asset Pricing Model» [9] предлагается понятие «аффект акции» – эмоция, которую испытывает инвестор, принимая решение относительно той или иной акции. Авторы демонстрируют его на бытовом примере – при упоминании каждой компании у инвестора возникает ряд ассоциаций, которые появляются в его сознании мгновенно. Сходная мысль прослеживается на протяжении всей книги «Fear, greed and panic: the psychology of the stock market» Дэвида Кохена [10], где автор доказывает наличие эмоциональной оценки акции.

Таким образом, понятие инвестиционного поведения экономического агента (субъекта) начинает затрагивать вопросы не только фундаментальных показателей компаний, на основе анализа которых принимаются те или иные инвестиционные решения, но и рассматривает поведение самого инвестора. Этой точки зрения придерживается большое число авторов, исследующих специфику инвестирования на современных финансовых рынках. Основная проблема в исследовании данной темы – сложность количественной оценки степени влияния эмоциональных и социальных факторов на цены финансовых инструментов и ценных бумаг. Проведение дальнейших исследований в рамках предлагаемой специфики позволит сконцентрироваться на создании новых методик оценки ценных бумаг. Это приведет к появлению нового вида анализа, учитывающего психологию поведения инвестора, что позволит многим инвестиционным компаниям использовать новые подходы в выстраивании инвестиционных стратегий на открытом рынке.

Список литературы

1. Смит А. Теория нравственных чувств / Вступ. ст. Б. В. Мееровского ; подг. текста, комм. А. Ф. Грязнова. – М. : Республика, 1997.
2. Бентам И. Введение в основания нравственности и законодательства. – М. : Росспэн, 1998. 415 с.
3. Беккер Г. Преступление и наказание. Экономический подход – М. : ИД ВШЭ, 2000. – С. 28–90.
4. Ариели Д. Поведенческая экономика. Почему люди ведут себя иррационально и как заработать на этом. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. 296 с.
5. Бернштейн П. Фундаментальные идеи финансового мира. Эволюция. – М. : Альпина Паблишер, 2009. 256 с.
6. Талер Р. Новая поведенческая экономика. Почему люди нарушают правила традиционной экономики и как на этом заработать. – М. : Эксмо, 2017. – 368 с.
7. Fama E. F. The Behavior of Stock-Market Prices // The Journal of Business. 1965. Vol. 38. № 1. P. 34–105.
8. Shiller R. J. Irrational exuberance. – Princeton (N. J.) : Princeton univ. press, Cop. 2000.
9. Statman M. et al. Affect in a Behavioral Asset-Pricing // Financial Analysts Journal. 2008. Vol. 64. P. 20–29.
10. Cohen D. Fear, greed and panic: the psychology of the stock market. – Chichester : John Wiley & Sons, 2001. – 308 p.