

НЕЕР С., ОТТЕРБАХ А.

ФИНАНСОВЫЙ БИХЕВИОРИЗМ: ПРЕДУГАДАТЬ ПОВЕДЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ

Neher S., Otterbach A. Behavioral Finance: Das Verhalten der anderen Anleger voraussehen // Bank. – Köln, 2001. – № 11. – S. 767-769.

Немецкие специалисты рассматривают так называемый “финансовый бихевиоризм” (Behavioral Finance), представляющий собой сочетание традиционной теории финансов и бихевиоризма – науки о психологии поведения.

Новый подход к анализу финансового поведения инвесторов, учитывающий их психологические особенности восприятия информации, имеет большое значение для прогнозирования действий инвесторов, что может иметь существенные последствия. Об этом свидетельствуют многочисленные примеры из недавней истории функционирования фондовых бирж. В традиционной теории финансов используются многочисленные приемы, которые упрощают анализ и объяснение экономических явлений. Исходное допущение этой теории заключается в том, что все экономические субъекты или операторы одного рынка действуют рационально, «корректно» используя при принятии своих решений всю имеющуюся информацию и извлекая из нее максимальную пользу. Однако, как показывает практика, далеко не всегда найденные решения бывают рациональными. Гипотеза об эффективности рынка предполагает, что информация об акционерных компаниях очень быстро отражается в курсах их акций и что даже при низкой эффективности рынка вся имеющаяся информация немедленно обрабатывается и учитывается в курсе акций. На практике многочисленные аномалии, связанные, например, с эффектом конца недели (снижение курса по понедельникам), противоречат гипотезе об эффективности рынка.

В основе традиционных экономических теорий лежит положение о предельной полезности, означающей, что инвестор имеет целый ряд предпочтений, выбирая из которых он стремится максимизировать свои доходы. В действительности набор предпочтений часто меняется с изменением субъективных отзывов и рекомендаций и принимает форму, которая отличается от рекомендаций традиционной теории. Например, инвестор имеет выбор:

- 1) гарантированно получить 1000 евро;
- 2) с 25-процентной вероятностью получить 4000 евро;
- 3) с 75-процентной вероятностью не получить ничего.

В этом случае большинство инвесторов будут склоняться к первому варианту, поскольку он абсолютно надежен. Еще один пример: инвестор имеет выбор между тремя вариантами:

- 1) вариант А «обещает» убыток в 1000 евро;
- 2) вариант Б – с 25-процентной вероятностью можно потерять 4000 евро;
- 3) вариант С – с 75-процентной вероятностью можно не иметь никаких потерь.

В этом случае большинство инвесторов решатся на второй вариант, то есть будут согласны пойти на риск. Таким образом, инвесторы боятся риска в тех случаях, когда речь идет о прибылях, и, напротив, готовы идти на риск там, где им грозят потери. В целом подход инвесторов к выбору варианта действий во многом зависит от того, в

какой фазе жизненного цикла находится инвестор и, соответственно, какими возможностями он обладает.

Чтобы уменьшить сложность проблемы выбора и сократить время принятия решений, используются эвристические модели и «ментальные упрощения», что часто приводит к ошибкам при расчете вероятности достижения тех или иных результатов. На принятие решений влияет и то, каким образом и в какой последовательности предоставляется информация: первая информация обычно воспринимается как более важная, чем последующая.

При принятии решений о рисках также проявляются определенные трудности познавательного характера. Если инвестиционный процесс идет не так, как обычно принято, то принимающий решения субъект иногда подменяет трезвую оценку действительности субъективными пожеланиями. Поскольку с рациональной точки зрения такое поведение неоправданно, чрезвычайно важно разобраться с трудностями при принятии решений о капиталовложениях. Чаще всего эти трудности обусловлены тем, что при селективном получении данных инвестор отбирает лишь те, которые он хочет узнать; при этом позитивные сообщения он, как правило, переоценивает, а негативные – игнорирует. Совершенно очевидно, что при таком поведении достичь цели можно только случайно. Боязнь потерь иногда приводит к принятию такого решения: лучше избежать убытка, даже если бездействие может привести к полной потере портфеля. Еще одна проблема при принятии решений связана с часто встречающимся проявлением консерватизма. Инвесторы исходят из того, что ситуация изменилась в меньшей степени, чем в действительности, и не учитывают, что база, на основе которой они принимали решения об инвестициях, изменилась.

Различные сроки капиталовложений обуславливают разный образ мыслей и поведения инвесторов; соответственно по-разному проявляется и их финансовое поведение. Долгосрочно ориентированные вкладчики или специалисты–аналитики биржевых курсов (срок капиталовложений более двух лет) используют, как правило, больше времени для анализа динамики курсов акций, чем краткосрочно ориентированные. Долгосрочный инвестор убежден, что он является «хозяином положения», поскольку он долго изучал ситуацию и знает о фирме все. При этом он игнорирует новую неблагоприятную информацию до тех пор, пока не становится слишком поздно. Затраченное на анализ время рассматривается им как хороший вклад в дело, который не может пропасть даром. Это приводит к тому, что инвесторы слишком долго рассчитывают на благоприятный исход и не продают акции после появления первых убытков. Примером является поведение инвесторов весной 2000 г. в случае с акциями высокотехнологичных компаний, обращающихся на «новом рынке». Многие инвесторы отказывались признавать отдельные случаи снижения курсов предвестником краха, рассчитывая на восстановление курса на прежнем уровне. В июле 2001 г. курс акций на «новом рынке» был на 90 проц. ниже их максимального уровня.

Инвесторы долгосрочных капиталовложений часто ведут собственную бухгалтерию. Например, владелец акций американской компьютерной компании Compaq не видит связи между курсом этих акций и, например, землетрясением на Тайване. Однако не исключено, что в ходе катастрофы были повреждены предприятия, производящие полупроводник и являющиеся важными поставщиками Compaq. Иногда инвесторы слишком доверяют своим акциям, и в этих случаях особенно важно перепроверять, сохраняют ли акции свою прежнюю ценность.

Инвесторы, ориентированные на среднесрочные инвестиции, или управляющие портфелями (инвестиции от шести месяцев до двух лет) часто колеблются при выборе между результатами собственного анализа, своими эмоциями и поведением других инвесторов или коллег. В результате они могут прийти к завышенной оценке. Среднесрочный инвестор склонен находить подтверждение своих решений на стороне,

что дает ему ощущение уверенности. Например, считается, что каждый инвестор должен иметь акции Cisco, поскольку они считаются надежным и доходным вложением. Селективное использование только положительных сообщений поддерживает уверенность в правильности прежних решений. Но почти закономерностью является то, что акция, вызывающая высокий оптимизм у многих участников рынка, недалеко от потери стоимости. Среднесрочные инвесторы особенно склонны считать, что “хорошее” предприятие, курсы акций которого уже давно повышаются, останется успешным и в будущем. Некоторые эмпирические исследования показывают, что именно вчерашние «счастливчики» часто становятся на следующий день проигравшими и наоборот. Акции немецкого Telekom или Nokia являются примером таких «падших ангелов». Таким образом, ориентация на собственные пожелания ведет к принятию ошибочных решений.

Инвесторы, ориентированные на краткосрочные инвестиции, или биржевые маклеры (вложения на срок менее шести месяцев) испытывают на себе давление сроков, поэтому упрощают данные и в результате игнорируют или искажают важную информацию. Часто они рассматривают какую-либо информацию изолированно и потому не могут составить себе объективный образ предприятия. К тому же нехватка времени вынуждает маклеров увязывать причину и следствие без учета факторов, лежащих в основе динамики. Маклеры зачастую действуют слишком эмоционально, принимают решения по покупке-продаже ценных бумаг на основе последней имеющейся в их распоряжении информации. Поэтому у них нет общей картины, и они переоценивают частности. Кроме того, они часто ориентируются на цену покупателя как на барьер, который нельзя переступить.

Для того чтобы лучше понимать деятельность биржи, следует внимательно разобраться с финансовым поведением. После того как инвестор ознакомится с правилами поведения – своими и других инвесторов – и будет их соблюдать, он сможет сделать соответствующие выводы и улучшить свои инвестиционные решения. Анализ финансового поведения должен найти свое место в финансовом мире в качестве необходимого дополнения к традиционному фундаментальному и техническому анализу.

Автор реферата – В.И.Шабеева,
канд. экон наук, ИНИОН РАН