

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО
ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ»**

Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Работа допущена к защите:

Заведующий кафедрой

проф. Рубцов Б. Б.

« ____ » _____ 20__ г.

Выпускная квалификационная (дипломная) работа
на тему

**«Поведенческие финансы и их применение на
финансовых рынках США и России»**

Выполнил: студент группы

РЦБ5-6

Берулава М. Г.

Научный руководитель:

д.э.н., проф. Тарачёв В. А

Рецензент:

Начальник Казначейства

Банка «Возрождение» (ОАО)

Шалимов А.А

Москва - 2008 г.

План работы :

Введение	стр.2
Глава 1. Теоретические блоки поведенческих финансов.....	стр. 4
1.1 История возникновения поведенческих финансов.....	стр.3
1.2 Теория эффективных рынков.....	стр.6
1.3 Современные когнитивные теории.....	стр.13
1.3.1 Теория положительной реакции.....	стр.17
1.3.2 Теория оверреакции и андерреакции.....	стр.18
1.3.3 Перспективная теория.....	стр.20
Глава 2. Иррациональность на фондовых рынках.....	стр.26
2.1 Ошибки инвесторов.....	стр.27
2.1.1. Эвристики.....	стр.27
2.1.2 «Домашнее» отклонение.....	стр. 34
2.1.3 Отклонение «взгляд назад».....	стр.35
2.1.4 Чрезмерная самоуверенность и овертрейдинг.....	стр.36
2.2 Проблемы управляющих менеджеров.....	стр.40
Глава 3. Использование поведенческих финансов на практике.....	стр.53
3.1. Препятствия для развития поведенческого подхода.....	стр.53
3.1.1 Математический аппарат.....	стр.53
3.1.2 Ограниченность информационного распространения.....	стр 57
3.1.3 Функциональные диспропорции.....	стр. 58
3.1.4 Неприменимость на уровне компаний.....	стр.60
3.2 Поведенческие финансы в России.....	стр.63
Заключение.....	стр.67
Список использованной литературы.....	стр.70
Приложения.....	стр.73

Введение.

Современные финансовые рынки разных стран уже много лет функционируют на базе определенных теорий и принципов, выработанных уже очень давно. Даже страны с развивающимися рынками в своем стремлении как можно в кратчайшие сроки достичь финансовой стабильности и мощи, экстраполируют опыт стран с развитыми рынками на свои условия. Эта система существует долгое время, и все финансовое сообщество мира живет по этому закону.

Однако, никто не застрахован от изначальных, системных недостатков такого порядка осуществления финансовой деятельности. На сегодняшний день в теории финансов существует множество теорий, имеющих вовсе не такую большую корреляцию с практикой, как принято считать. Приведем, к примеру, теории эффективных фондовых рынков, синергетическую теорию слияний и поглощений, теорию портфельного инвестирования. Большинство теорий современной финансовой науки может выступать скорее в роли обучающего базиса, на основе которого можно знакомить начинающего инвестора или профессионального участника с природой финансового рынка и понятиями, оперируемыми на рынке. Однако, далее этого уровня данные теории не используются, поскольку подавляющее большинство «классических» теорий имеют в основе своей допущения, закрывающие возможность их реального применения. Только с недавних пор исследователи стали задаваться вопросом о причине неэффективности финансовых теорий. И сразу же нашелся ответ.

В основе современных теории финансов лежит одно единственное допущение, которое и формирует всю финансовую науку- это посылка о рациональном поведении инвестора. Так ли это на самом деле? С целью выяснить ответ на этот вопрос, стали проводиться исследования, итоги которых недвусмысленно свидетельствуют о нерациональности поведения инвестора. Попытка систематизировать эмпирические данные исследований

и с их помощью внести изменения в классические теории обоснования деятельности на финансовых рынках и получила название «поведенческих финансов».

Данная тема в последнее время пользуется большим интересом, поскольку неприменимость фундаментальных теорий финансов становится все более очевидной, особенно в свете глобальных финансовых кризисов. Как самое молодое и перспективное направление развития финансовой мысли, поведенческие финансы представляют собой загадку относительно степени своей возможной связи с реальной рыночной действительностью. О востребованности данной темы свидетельствует постоянно увеличивающееся количество работ, публикаций и книг, посвященных влиянию человеческого фактора на финансовую жизнедеятельность. Более того, в 2002 году, автор одной из крупнейших работ ученых в области финансовой психологии был отмечен Нобелевской премией в области экономики.

В данной работе автор попытался проследить связь предмета изучения поведенческих финансов, человеческих иррациональностей, и реальных решений на финансовом рынке. Как проблемный вопрос, автор попытался раскрыть значение, применимость и перспективы поведенческого подхода в России, факторы, которые оказывают доминирующее воздействие на востребованность этого направления.

Глава 1 Теоретические блоки поведенческих финансов

1.1 История возникновения поведенческих финансов

Первые работы, которые стали фундаментом для развития поведенческих финансов, появились в конце 50-х, начале 60-х годов двадцатого века. Первой из них стала работа Герберта А. Саймона «Поведенческая модель рационального выбора», в которой впервые были поставлены под вопрос устоявшиеся посылки теории эффективных рынков о рациональности инвестора. Работа привлекла повышенное внимание, отчасти в связи с тем, что в США еще свежа была память о Великой Депрессии, и многим было интересно расширить свое каноническое знание финансового рынка до более широких, ранее не затрагиваемых границ.

Следующей знаковой работой стала публикация Пола Самуэльсона в 1963 году, внимание которой было обращено на осуществление инвестиционной деятельности в условиях риска и неопределенности (Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers). В ней был впервые в большой мере использован математический аппарат для доказательства приводимых в работе тезисов, что еще более подхлестнуло интерес к развивающемуся направлению финансовой мысли, которое от психологического характера все больше приобретало характер инвестиционный, финансовый, способный быть применим к реальным денежным потокам.

В конце 1960-х годов психологи начали изучать профессии, связанные с финансовыми рисками. В Journal of Applied Psychology была помещена работа Словича, посвященная анализу принятия решений брокерами на финансовых рынках (Slovich, 1969), а затем результаты его исследований были опубликованы в Journal of Finance (Slovich, 1972). С этого момента началось непосредственное изучение взаимодействия психологии и финансов.

В 1973 и 1978 годах публикуются две наиболее известные и цитируемые статьи в области поведенческих финансов. Они были написаны Амосом Тверски и Дэниэлем Канеманом и были посвящены изучению особенностей принятия инвестором решений в условиях неопределенности (Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, 1973, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk). Значение этих публикаций для финансового сообщества переоценить трудно, поскольку полученные результаты исследований показывали, насколько далек фондовый рынок и его участники от того, чтобы называться эффективным. Поведенческие финансы и исследования в этой области все чаще приобретают характер противопоставления классической теории, оформляются в единое пространство, в котором опровергаются эмпирическим путем фундаментальные посылы классической финансовой мысли.

В 1981 г. Ученые Йельского университета Шиллер и Пэйдж публикуют статью, которая также войдет в вехи поведенческого финансового течения. Используя статистические данные, Шиллер опровергает широко известный постулат о равенстве цены акции приведенной стоимости дивидендов. К этому ученые пришли, анализируя относительно неизменные размеры приведенной стоимости дивидендов наряду с высокой волатильностью на рынках, и, следовательно, высокой степенью колеблемости рыночных цен на бумаги. Не менее спорной оказалась и следующая статья Шиллера “Stock Prices and Social Dynamics”, в которой утверждалось, что мода оказывает значительное влияние на финансовые рынки. Работы Шиллера послужили толчком для многочисленных эмпирических исследований, зафиксировавших различные виды аномалий на финансовых рынках, а также в финансовом поведении инвесторов и корпораций.

В 1985 г. Вернер де Бондт и Ричард Тейлер опубликовали статью “Does Stock Market Overreact? ”, результаты которой наглядно показывали, как когнитивные ошибки и отклонения у инвесторов вызывают неправильную оценку акций на Нью-Йоркской фондовой Бирже.

В 1984 г. е в составе Американской финансовой ассоциации была учреждена секция по поведенческим финансам, а в 1985 г. Чикагский университет, по праву имеющий репутацию мирового центра академических финансов спонсировал первую конференцию, посвященную поведенческим финансам. В конце 1980-х годов Национальное бюро экономических исследований США организовало соответствующую рабочую группу.

1990-е годы отмечены постоянно увеличивающимся потоком работ самой разной тематики. Были опубликованы сотни новых теоретических и эмпирических работ. В 1999 г. один из ведущих ученых- бихевиористов, профессор экономики Гарвардского университета Андрэ Шлейфер за исследования в области неэффективных финансовых рынков получил медаль Кларка Американской экономической ассоциации, а в 2002 г. профессор психологии из Принстона Даниэль Канеман за разработку теории поведения в условиях риска получил Нобелевскую премию по экономике.

К этому моменту уже давно определены основные постулаты поведенческого подхода. Ученые приходят к выводу, что влияние человеческого фактора на финансовое пространство тотально, и оно выражается во всем возможном своем многообразии, в принятии решений, обработке информации, методологии расчета всевозможных показателей, предпочтениях относительно инвестиционных продуктов и альтернатив, ценообразовании и многих других аспектах. Выделяются несколько основных фундаментальных «опор» поведенческого подхода, а именно

- 1) теория неэффективных финансовых рынков.
- 2) принятие решений в условиях неопределенности
- 3) эвристические ошибки.

1.2 Теория эффективных рынков.

По сути, самому своему возникновению наука поведенческих финансов обязана устоявшемуся порядку ведения финансовой деятельности и теории его обосновывающей. Эта теория получила название теории «эффективных рынков».

Ее автором стал Юджин Фама, написавший работу под названием «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований». В ней он объединил разрозненные исследования предшественников и обобщил опыт, в результате чего получилось нечто, что уже на подсознательном уровне заложено в уме подавляющего большинства участников фондового рынка.

Фама исходил из соображения, что если невозможно предсказать точное значение цены на какой-либо актив в будущем, то необходимо найти некий фактор, который бы позволил вычислить хотя бы приблизительное значение. Этот фактор был очевиден – информация. Под информацией, понимается, понимается весь массив сведений, способный оказать влияние на процесс ценообразования данного актива. С помощью доступной информации, инвестор может оценить значение будущей цены на актив, сопоставить с текущей, и сделать выводы о целесообразности приобретения актива. Соответственно, чем более качественна и обширна информация, тем качественнее будет прогноз будущей цены.

Таким образом, был сформирован постулат о том, что рынок на котором цены отражают всю доступную инвесторам информацию, называется эффективным. Или, если опираться на другое свойство эффективного рынка, то можно сказать, что это такой рынок, где даже владение непубличной инсайдерской информацией не дает возможности получить сверхприбыль, так как цены мгновенно реагируют на оглашение новой информации. На таких рынках возможность арбитража сведена к минимуму из-за вышеупомянутой вседоступности информации, на основе которой и будет приниматься арбитражное решение.

Однако, насколько реально отражение в ценах на какие-либо активы всего массива доступной информации? Встречаются ли в финансовой реальности действительно эффективные рынки? Ведь для того, чтобы считать его таковым нужно соблюдение четырех условий одновременно, а именно:

- 1) отсутствие транзакционных издержек на проведение операций с ценными бумагами
- 2) мгновенность отражения опубликованной информации у всех инвесторов на рынке
- 3) идентичность процессов прогнозирования движения цены на актив среди операторов рынка
- 4) всеобщее признание отражения ценами всей доступной информации.

Очевидно, что ни одно из вышеперечисленных условий на практике не выполняется, ни вместе с остальными, ни по отдельности. Поэтому, ни один фондовый рынок на сегодняшний день не является полностью эффективным, поскольку всегда есть различия и несоответствия в объеме используемой информации.

В связи с этим, возникает необходимость определить степень эффективности рынка, то, на основе чего можно сделать соответствующие выводы.

Выделяется три степени эффективности рынка по уровню информатизации рынка:

- 1) слабая форма эффективности рынка. Рынок в этом качестве оперирует ретроспективной, давнишней информацией о ценах на бумаги.
- 2) полусильная форма эффективности является более продвинутой в информационном плане моделью. К ретроспективным данным на таких рынках прибавляется еще и весь массив общедоступной публичной информации, представляющий из себя материалы периодических изданий, телевизионных обзоров рынка, онлайн данные.

3) сильная форма характеризуется тем, что рынку доступна как вся вышеперечисленная информация, так и та, которая носит инсайдерский характер.

Что характерно, на сегодняшний день нет ни одного рынка, который можно было бы с уверенностью назвать сильно-эффективным. Фондовый рынок США, по мнению большинства аналитиков и исследователей, относится скорее к полусильному, чем к сильному, как и развитые рынки стран Западной Европы, которые уже являются таковыми, либо движутся в этом направлении, как российский фондовый рынок.

Однако, вышеописанные моменты являются некоторым общим, базисным представлением о теории эффективных рынков. В действительности же, она более детализирована. Выше не давалось объяснения механизмов эффективности рынка, того, за счет чего достигается приведение цен к какому-либо уровню.

Таких механизмов четыре:

- 1) универсально информированная торговля
- 2) профессионально информированная торговля
- 3) неполно информированная торговля
- 4) неинформированная торговля

Рассмотрим данные механизмы и их сущность подробнее.

1) Универсально информированная торговля. Может показаться, что наличие этого механизма уже является достаточным условием для эффективного функционирования рынка. Однако, это не так. Всеобщая доступная информация - это данные, в первую очередь, ретроспективные, которые доступны любому оператору в любое время, а также текущая информация.

2) Профессионально информированная торговля. Существуют ситуации, когда некоторая часть общедоступной информации в силу определенных обстоятельств недоступна для обработки некоторым операторам. Чаще всего это связано с временным разрывом в получении

операторами этой информации, или временными затратами на ее оценку. К примеру, информация о каком-либо эмитенте может быть в первую очередь распределена между определенной группой аналитиков, и только после прошествия какого-то времени стать доступной для остальных участников рынка.

Понятно, что при таком режиме распространения информации, ценам будет проблематично быть приближенным к уровню, как если бы все операторы знали всю информацию. Однако, если участники, которые первыми получают информацию, являются доминантной группой на рынке, осуществляющими основные объемы торгов, то единовременное распространение данных по всему рынку не является необходимостью. То есть, значение данного механизма эффективности не снижается оттого, что миноритарная часть рынка получает информацию позже.

3) Неполно информированная торговля. Помимо общедоступной информации, которая с разными временными промежутками становится известной все операторам на рынке, существует еще и класс информации, который тщательно контролируется его владельцем и уберегающийся от выхода на рынок. Это могут быть непубличные сведения, ограниченный доступ к которым определен должностными полномочиями и в силу прочих обстоятельств. Естественно, что отдельные сделки инвестора, проводимые при помощи подобной информации, не носят определяющий характер для ценообразования на рынке. Значение для информационной эффективности эти данные приобретают тогда, когда каким-либо образом возрастает количество сделок, по своим признакам свидетельствующих о том, что эта информация теперь доступна более широкому кругу лиц. Как правило, это происходит из-за утечки информации. Но есть и другие варианты, которые позволяют достичь подобного ценового эффекта.

Во-первых, это может произойти из-за торгового декодирования, которое заключается в наблюдении неинформированными операторами за информированными операторами, выявлении его возможности обладания

инсайдерской информацией (в чем заключается основная проблема торгового декодирования) и последующей аналогизации торговой деятельности с информированным участником.

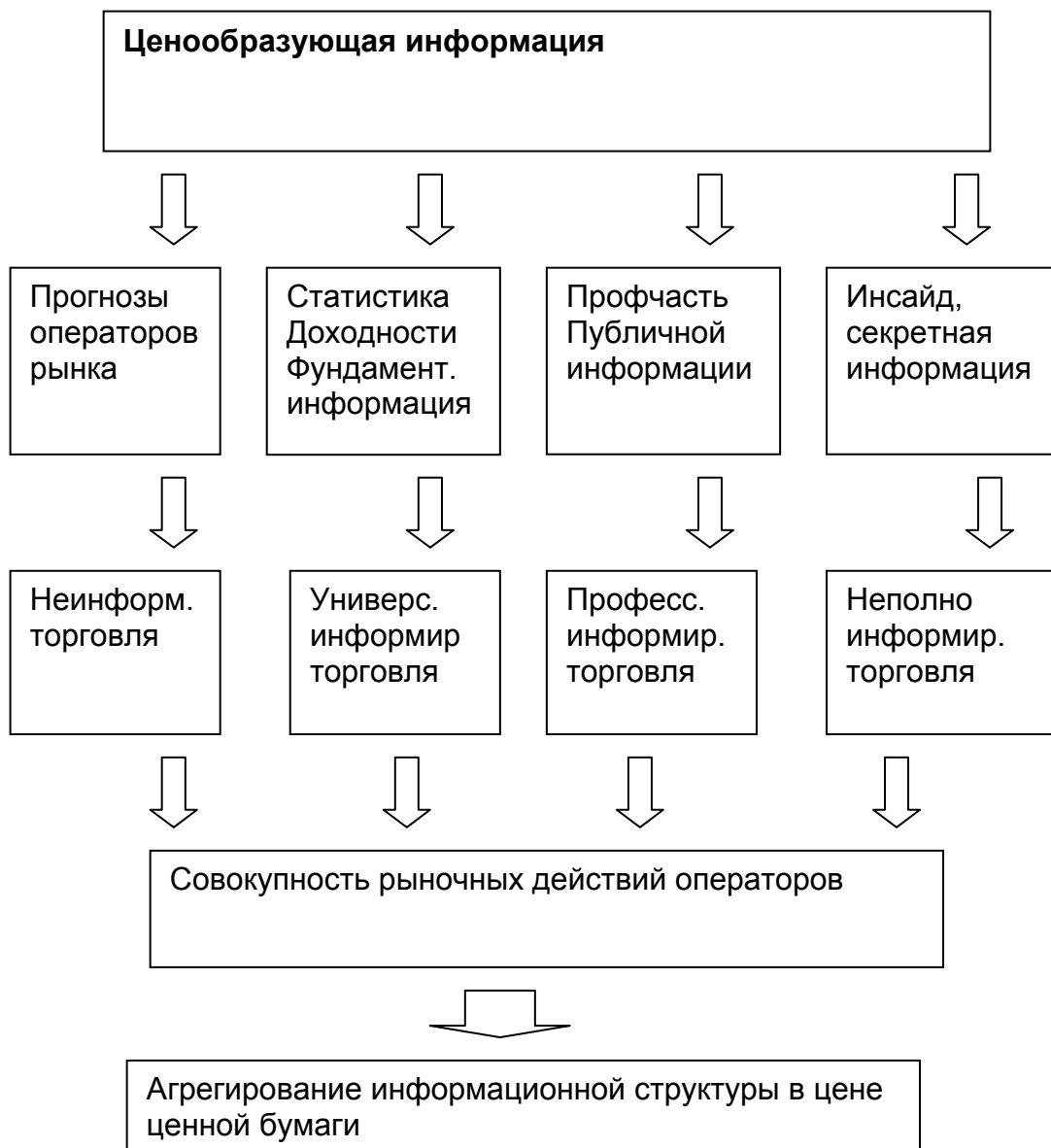
Ценовое декодирование не требует усилий по нахождению информированного оператора, оно заключается в коррекции своей деятельности после того, как начали сильно изменяться объемы торгов. Это изменение служит своеобразным индикатором того, что на рынке присутствует инсайд, и он уже начал оказывать серьезное воздействие на рынок.

Нужно отметить, что этот механизм ни в коей мере не является самодостаточным. Он является не более чем необходимым дополнением в картине информационного распределения по рынку.

4) Касательно неинформированной торговли все не так очевидно. Этот механизм позволяет приближать цены к уровням, которые могли бы быть достигнуты, если бы операторы имели сведения о точном значении будущей цены на какой-либо актив. Однако, таких сведений объективно на рынке существовать не может, а следовательно, механизм, на первый взгляд, не эффективен. Оптимальные прогнозы движения цены отсутствуют из-за того, что могут быть неполными базисные. Или же в силу того, что особенности обработки входящей информации у каждого отдельно взятого оператора разнятся, и соответственно, оптимальность для них понятие труднодостижимое.

Тем не менее, механизм вполне эффективно действует, и причина этого кроется в том, что «неоптимальности» носят взаимоисключающий эффект. То есть завышение в прогнозе соотносится с примерно таким же по размеру занижением. В итоге, «неоптимальности» усредняются, и текущие цены начнут отражать наиболее приближенный к оптимальному прогноз движения цены актива в будущем.

Схема информационных потоков на рынке.¹



¹ Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью, стр. 219.

1.3 Современные когнитивные теории

Исходя из того, что на сегодняшний день накопилось уже множество эмпирических исследований, показывающих наглядно степень иррациональности инвесторов, можно сделать вывод, что теория эффективных рынков, нуждается либо в замене на какую-либо иную теорию, либо в ее кардинальном пересмотре и дополнении. Однако, поскольку среди классиков рынка не наблюдается особого желания заниматься проблемой привязки эмпирики к теории, то возможно следует пойти по пути наименьшего сопротивления, и выдвинуть на всеобщее обозрение какую-либо новую теорию, благо они существуют.

Одна из таких теорий, теория шумовой торговли (noise trading theory) появилась в начале 1990-х годов. Ее созданию предшествовали работы Фишера Блэка² и Брэтта Трумэна, посвященные раскрытию понятия шумовой торговли и причинам ее распространенности среди профессиональных участников рынка. Идея этих работ в том, что зачастую участники рынка при торговле ценными бумагами используют не столько подтвержденную и проверенную информацию, сколько «шум» - всевозможные слухи, настроения на рынке, рекомендации, собственные ощущения от происходящего. Соответственно, «шумовая торговля» - это торговля, осуществляемая на основе факторов неинформационного характера, но выдаваемая за таковую, и предпринимаемая даже в тех случаях, когда от нее было бы целесообразно отказаться.

На протяжении трех лет, с 1989 по 1991, четыре исследователя, Дэлонг, Шляйфер, Вальдманн и Саммерс выпускали труды, посвященные всестороннему исследованию масштабов и последствий шумовой торговли

² Black, F. (1986). Noise, Journal of Finance, p.529-543

на финансовых рынках³. Именно они и легли в основу новой финансовой теории.

Исследователи положили в основание два главных предположения:

1) Все участники рынка делятся на категории рациональных и иррациональных инвесторов. Рациональные операторы рынка используют только проверенную информацию, преимущественно фундаментального характера, как то состояние макроэкономических показателей, индексов, процентных ставок, данных об эмитентах. В свою очередь, спрос на ценные бумаги со стороны иррациональных инвесторов формируется под влиянием как выше означенной информации, так и под влиянием слухов, предположений, эмоций и всевозможных домыслов различных участников рынка.

2) Арбитраж ограничен в силу его рискованности.

Введение данных предположений выражается в конечном итоге в том, что модель эффективного рынка перестает функционировать. Для выяснения причины подобного эффекта необходимо подробнее рассмотреть две основные посылки теории шумовой торговли.

На финансовых рынках арбитражеры выполняют функцию нивелирования отклонения цены на ценную бумагу какого-либо эмитента от ее истинной стоимости, сформировавшейся таковой из-за фрагментированности рынка или неассиметричного распределения имеющейся на рынке информации. При появлении возможности заработать прибыль в результате проведения операций с такой бумагой, в течение определенного промежутка времени возможность арбитража исчезает, поскольку теория эффективных рынков предполагает большое количество рациональных инвесторов, воспользующихся шансом получить мгновенную прибыль. Поэтому в рамках теории арбитражер используется как инструмент приведения фактических цен к истинным.

³ DeLong, Schleifer, Summers, Waldmann (1989) The Size and Incidence of the losses from Noise Trading. Journal of Finance, vol.44, p. 681-696

Фундаментальный риск – это первый вид риска, ограничивающий арбитражные операции. Предположим, что акция какого-либо эмитента переоценена. В данной ситуации, арбитражер должен осуществлять короткую продажу. Но в этом случае он принимает на себя риск того, что будущие характеристики бумаги, к примеру, дивидендные выплаты, окажутся лучше текущих. В итоге, такая стратегия окажется для него убыточной.

В дополнение к этому, присутствие шумовых трейдеров на рынке может влиять на направление его движения, поскольку их поведение труднопрогнозируемо. А это создает шанс того, что рынок будет и дальше расти после короткой продажи.

Этот риск ограничивает активность арбитражеров. Соответственно, ценовой спред между текущей и истинной ценой бумаги будет сокращаться не так быстро.

Второй риск при проведении арбитражных операций - неопределенность цены будущей перепродажи. Рассмотрим тот же случай, когда акция переоценена и осуществляется короткая продажа. Пока у арбитражера открыта позиция, которая будет закрыта только в будущем, он несет риск того, что акция подвергнется еще большей переоценке, чем сегодня. В итоге участник опять же терпит убытки. И снова начинает действовать механизм опасения со стороны арбитражеров, что замедляет исправление «неправильной» цены. И это в случае если арбитражер знает точную истинную стоимость бумаги. В противном случае арбитраж становится еще более рискованным. Именно эти две причины определяют рискованность арбитража.

В отношении первого допущения, об иррациональности инвесторов, ситуация следующая. Выше уже было сказано, чем отличаются рациональные и иррациональные операторы рынка. Однако, необходимо углубить понятие «иррационального оператора» для лучшего понимания теории шумовой торговли.

Шумовой или иррациональный инвестор в каждый отдельно взятый момент соответствует одному из следующих признаков:

Шумовой трейдер принимает на себя большие риски, чем рациональный оператор, то есть должен быть «чрезмерно самоуверенным» (overconfident).

Его операции сонаправлены с движением рынка, отражающимся в всевозможных средствах технического анализа

Шумовой трейдер излишне доверяет новой, только что полученной информации и новостям, и меньше обращает внимания на информацию долгосрочного, фундаментального характера.

Понятно, что для существенного влияния на рынок иррациональные операторы нуждаются в коррелированном между собой воздействии на рынок. В виду того, что условия их деятельности различаются, всегда существует определенное число операторов, которые используют уникальные методики, техники инвестирования. Если бы таких участников было бы большое количество, то разница в их методах обработки шума нивелировала бы влияние шума на ценообразование, и, соответственно, модель эффективных рынков действовала в полную силу.

Однако, в практике деятельности участников рынка множество стратегий построено именно на преимущественном использовании шумовой информации. И определенные ее виды приводят к агрегированному воздействию на процесс ценообразования, поскольку вызывают систематические ошибки в деятельности иррациональных операторов. Оценивая показатели вроде краткосрочных ставок процента, графиков в реальном времени, объемов продаж и так далее, шумовые операторы сверхреагируют на подобные сигналы, особенно если они носят явно выраженный негативный характер, меньшее внимание уделяя анализу действительно репрезентативных показателей, и совершая одни и те же ошибки, повторяющиеся каждый раз при появлении на рынке аналогичной информации.

Собственно, для подтверждения данной гипотезы проводилось и проводится на сегодняшний день очень большое количество исследований.

Вполне уверенно может сказать, что теория влияния шума на деятельность финансовых рынков реально приближена к практике. Для подтверждения этого утверждения необходимо привести пару примеров, первым из которых будет теория положительной реакции.

1.3.1 Теория положительной реакции

Одно из наиболее часто встречающихся явлений на финансовом рынке – это следование тренду. Вполне естественно, что операторы предпочитают осуществлять покупку бумаг на стадии их роста, и их продажу, когда бумаги падают. Такая стратегия называется «стратегией положительной реакции»

Есть и иные примеры стратегий, которые можно отнести к данному классу, как то : стоп-лосс стратегия и стратегия страхования портфеля.

Стратегия остановки потерь - это продажа бумаги при достижении ей каких-то установленных оператором уровней по убыточности, после чего оператор продает ее, не принимая в расчет дальнейшие перспективы данной бумаги.

Стратегия страхования портфеля заключается в увеличении удельного веса акций в периоде, когда наблюдается рост цен на рынке, и соответственно, риска, и продаже акций из портфеля для уменьшения риска в периоды, когда цены падают.

Вспомним предыдущее определение деятельности арбитражеров, а именно их функцию по приведению рыночных цен к их истинным значениям.

В ситуации, когда некоторое количество операторов используют стратегию положительной реакции, эта функция арбитражеров начинает выполняться не полностью, поскольку им выгоднее следовать за шумовыми трейдерами. В этом случае, они на подъеме приобретают бумаги, и стараются

продать их незадолго до ожидаемого ими пика цены инструмента. Соответственно, арбитражер начинает выполнять прямо противоположную функцию- уводить рыночную цену бумаги от фундаментального значения. Последующая продажа переоцененной бумаги хоть и поспособствует сужению спреда между истинной и фактической стоимостью, но в краткосрочном периоде он будет помогать «разогреву» бумаги.

Из-за этого, если арбитражер покупает в краткосрочном периоде, а продает в долгосрочном, то наблюдается положительная корреляция доходностей операторов рынка в краткосрочном, и отрицательную - в долгосрочном. Это объясняется тем, что на первом этапе арбитражер действует по одному направлению с шумом, а далее - сбрасывает бумаги раньше него. Было проведено довольно большое количество исследований результатов американского фондового рынка, в результате которых выяснилось, что доходности за период от недели до месяца действительно имеют положительную корреляцию, а доходности сроком выше- отрицательную.

Таким образом, теория положительной реакции находит свое подтверждение, поскольку на определенном промежутке доходности инструментов коррелируют друг с другом, то, следовательно на рынке действует большое количество трейдеров, использующих стратегию положительной реакции, в то же время из-за рискованности арбитража, воздействие шумовой торговли на процесс ценообразования полностью нивелироваться не может.

1.3.2 Теория оверреакции и андерреакции.

Десять лет назад, в 1998 году, вышла в свет работа ученых Дэниэла, Хиршляйфера и Сабраманиама, посвященная изучению особенностей реакции участников рынка на определенные классы информации. Согласно этой публикации, инвесторы излишне сильно реагируют на одни виды

информации (оверреагируют), и недостаточно на другие (андерреагируют). До этого времени эта важная тема не разрабатывалась и не было инструмента для того, чтобы еще более обобщить и систематизировать поведение участников рынка, сделать это на новом уровне.

Как и всякая теория, она базируется на допущениях. В данной они звучат так:

- 1) большая часть операторов на финансовом рынке чрезмерно самоуверенна.
- 2) Опять-таки большая часть операторов относится предвзято к ими же данным прогнозам.

Чрезмерная самоуверенность выражается в том, что зачастую операторы переоценивают свои способности к качественному анализу сложившейся на рынке ситуации. В связи с этим, ими недооценивается вероятность допущения ошибок в процессе прогнозирования какого-либо явления. Как правило, это вызвано большим опытом работы, из-за чего появляется уверенность в собственной правоте.

Предвзятое отношение выражается в подтверждении общедоступными данными прогнозов оператора, что еще более укрепляет его в мнении о его правоте.

Однако, на практике, наблюдается эффект предвзятого отношения к собственным прогнозам. Редко когда уверенность давшего прогноз инвестора снижается по мере того, как публичная информация начинает опровергать его данные. В иных словах, есть тенденция к тому, чтобы относить случайный успех на собственный счет, а собственные ошибки списывать на внешние, независимые от оператора факторы.

Теперь, когда допущения теории раскрыты, необходимо выделить утверждение, которое выдвигает данная теория. Теория оверреакции и андерреакции утверждает, что при достаточно большом количестве участников фондового рынка, рынок будет оверреагировать на раскрытие

инсайдерской информации, и андерреагировать на получение общедоступной информации.

1.3.3 Проспектная теория

Проспектная теория, разработанная Дэниэлем Канеманом и Амосом Тверски в 1979 году стала в свое время настоящим прорывом в развитии поведенческих финансов. Когнитивные отклонения, которые выявлялись до этого в разрозненных публикациях многих ученых получили свое объяснение и вписались в рамки модели особенностей принятия решения инвестором в условиях риска, которые и изучала эта модель.

Чтобы представить важность этой модели для финансового сознания инвестора, необходимо напомнить, что во многом благодаря этой знаковой работе в 2002 году её автор, Дэниэл Канеман, стал лауреатом Нобелевской премии в области экономики.

В данном исследовании учеными была поставлена перед собой цель систематизировать и выявить закономерности, по которым инвестор формирует свое инвестиционное решение в условиях, когда ему известны величины риска и выгоды. Как своеобразный «якорь», Тверски и Канеман взяли широко известную теорию ожидаемой полезности, автором которой четвертью века ранее стал Морис Аллаис. На основе неприменимости полученных результатов и теории ожидаемой полезности, ученые смогли добиться реального подтверждения эффектам, которые они смогли наблюдать в течение своей работы.

Канеман и Тверски считают, что процесс принятия любого решения индивидуума состоит из двух этапов, а именно:

- 1) фазы редактирования (editing phase)
- 2) фазы оценки (evaluation phase).

Как правило, во время фазы редактирования, инвестор производит первичную оценку и анализ потенциальной перспективы, очень часто на этом этапе альтернатива, предложенная инвестору, упрощается,

симплифицируется, из-за ошибок в построении гипотетических вероятностей.

Фаза оценки довершает работу по выбору инвестиционной альтернативы. По результатам предварительного анализа во время фазы редактирования, из всей совокупности альтернатив исключается массив однозначно неподходящих исходов для инвестора, а из оставшихся выбирается наиболее выигрышный вариант исходя из соображений доходности или риска.

Рассмотрим механизм принятия решения на основе под-этапов, входящих в фазы редактирования и оценки.

Этап кодирования.

По результатам исследований в этой же работе Канемана и Тверски, и аналогичные которым будут приведены в настоящей работе далее, можно сделать вывод, что при оценке инвестиционных альтернатив, люди склонны оценивать свои позиции по ним, беря в расчет прибыли и убытки, а не свой конечный финансовый результат. В случае обладания какой-либо бумагой или инструментом, нейтральная точка отсчета, по которой, как правило, определяются эти самые прибыли и убытки, будет совпадать с текущей стоимостью актива, и, таким образом, будет обеспечиваться совпадение прибылей и убытков с реальными доходами и выплатами. Однако, на выбор инвестором этой нейтральной точки отсчета могут оказать влияние множество факторов, в том числе и формулировка инвестиционной альтернативы, в результате чего пострадает объективная оценка альтернатив, и скорее всего, выбор.

Этап комбинирования.

На практике и в экспериментальных условиях попадают ситуации, когда можно осуществить упрощение выбора, если есть исходы с одинаковой вероятностью. К примеру, если есть три возможности получения дохода, две с получением 400 единиц дохода и вероятностью 0,3 и одна с 700 единицами

дохода и вероятностью 0,4, то можно упростить эту ситуацию до записи (700, 0,4; 400, 0,6).

Этап сегрегирования.

При наличии безрисковой составляющей в инвестиционной альтернативе, она может быть отделена от рисковой в процессе редактирования и рассматриваться проще.

К примеру, при перспективе дохода в размере 500 единиц с вероятностью 0,3 и дохода в 700 с вероятностью 0,7, можно сегрегировать компоненты на безрисковые 500, которые мы получим в любом случае, и рисковые 200, вероятность получения которой определяется первоначальными 0,7.

Естественно, что на этом этапе нужно соблюдать осторожность при корректировке сегрегаций. Формулировка может быть убыточной, выигрышные стороны могут обладать разными сторонами вероятности, поэтому необходимо правильно осуществлять оценку своих перспектив.

Этап аннулирования.

Аннулирование чаще всего выражается в исключении из альтернатив одинаковых в абсолютном выражении исходов с одинаковой вероятностью. Это можно продемонстрировать на следующем примере:

(200, 0,2; 100, 0,5; -50, 0,3)

(200, 0,2; 150, 0,5; -100, 0,3).

Аннулирование будет достигнуто путем исключения из оценки данных вероятностей дохода в 200 единиц, и вся оценка будет сводиться к сопоставлению оставшихся двух.

Аннулирование таит в себе опасность, поскольку может встретиться ситуация, когда исключаемый из альтернатив элемент будет являться ключевым, и его аннулирование приведет к неправильной оценке исходов в целом.

Этап симплификации.

Симплификация чаще всего выражается в округлении значений исходов и соответствующих им вероятностей. Перспектива (101, 0,49), будет подвержена симплификации и примет вид (100, 0,5).

Симплификация может принимать и формы игнорирования, когда не будет приниматься в расчет перспективы с очень неблагоприятным исходом и относительно низкой вероятностью.

Определение предпочтения.

Завершающий этап инвестиционного выбора.

К этому моменту у инвестора уже сложилось видение инвестиционных альтернатив, исходя из того, через какие фазы редактирования и в каком порядке он проводил их.

Соответственно, разная кодировка одних и тех же альтернатив может приводить к двум отличающимся выборам, в случае, если инвестор изменяет порядок прохождения альтернативами фазы редактирования.

Завершив этот процесс, инвестор оценивает полученные результаты, и выбирает наиболее выигрышную, в его понимании, альтернативу. Общую стоимость отредактированной перспективы создают две компоненты – π и υ .

Компонента υ соотносит каждый исход «х» с числом $\upsilon(x)$, которое отражает субъективную стоимость исхода. Исходы определяются относительно точки отсчета, за которую принимается нулевое значение шкалы стоимости. Соответственно, υ измеряет стоимость отклонений от этой шкалы, то есть прибыли и убытки.

В свою очередь, шкала π соотносит вероятности p с весом $\pi(p)$, который отражает влияние вероятности p на общую стоимость предварительно отредактированной альтернативы. Однако. Нужно уточнить, что π не является вероятностью.

Возьмем перспективу $(x,p; y,q)$. Она имеет два ненулевых исхода, точнее, прибыль x с вероятностью p , прибыль y с вероятностью q , и не приносит ничего с вероятностью $1-p-q$, где $p+q \leq 1$.

Данная перспектива положительна, если оба исхода x и y , положительны, а сумма их вероятностей равна 1, и наоборот, отрицательна, если ее исходы отрицательны. Тверски и Канеман вводят понятие «регулярной» перспективы, той, которая не является ни положительной, ни отрицательной.

Если перспектива $(x,p; y,q)$ - регулярна, то общая стоимость ее будет определяться следующим образом:

$$V(x,p; y,q) = \pi(p)v(x) + \pi(q)v(y), \text{ где } v(0)=0, \pi(0)=0, \pi(1)=1. \quad (1)$$

Безрисковые перспективы оцениваются как $V(x,1)=V(x)=v(x)$.

Положительные и отрицательные перспективы имеют другой порядок оценки, поскольку, как упоминалось ранее, на фазе редактирования может наблюдаться эффект сегрегирования., который разобьет альтернативу на безрисковую компоненту a , то есть минимальный размер прибыли или убытка, который получит инвестор в любом случае, и рисковую компоненту b , которая может принести дополнительные потоки с некоторой вероятностью.

Если сумма вероятностей равна 1, оба исхода либо положительны, либо отрицательны, то общая стоимость принимает вид:

$$V(x,p; y,q) = v(y) + \pi(p)[v(x) - v(y)]. \quad (2)$$

Это уравнение означает, что общая стоимость перспективы будет равна стоимости безрисковой перспективы плюс разница стоимости исходов, умноженная на вес, соотносимый с исходом, который оказывает наибольшее влияние на стоимость перспективы.

Таким образом, уравнение (2) становится тождественным уравнению (1), если $\pi(p) + \pi(1-p)=1$. На практике, в подавляющем большинстве случаев это правило нарушается.

Эмпирическим путем Тверски и Канеман смогли доказать, что классическая теория принятия решений в некоторых случаях неприменима. Ученые выделили также и ряд часто встречающихся на фазах

редактирования аномалий⁴, которые они смогли систематизировать. Эти эффекты приводят к тому, что изначальная альтернатива, в зависимости от способа редактирования, либо грубо обобщаются, либо, при попытке углубленного анализа, могут быть ошибочно разделены на составляющие, и в итоге, решение индивидуума становится нерациональным.

Главным же итогом работы, помимо построения модели принятия решений в условиях риска, явилось доказательство того, что для индивидуума абсолютно одинаковые альтернативы, с одинаковыми исходами и вероятностями, в зависимости от формулировки этих альтернатив, могут иметь разную ценность. Это стало настоящим прорывом в финансовом сознании, а Канеман и Тверски приобрели репутацию одних из наиболее крупных специалистов в области поведенческих финансов.

Более подобно этот, так называемый, «эффект обрамления» и его влияние на инвестиционные решения, будет рассмотрен далее.

⁴ Tversky A., Kahneman D. (1981) The Framing of Decisions and Psychology of Choice., Science, vol. 211, p.453- 458

Глава 2. Иррациональность на фондовых рынках

Со стороны приверженцев классических теорий финансовых рынков в адрес исследователей иррациональности на финансовых рынках всегда раздавалось множество обвинений. Большинство из них заключались в том, что факты иррационального, неэффективного поведения операторов на рынке носят несистематический характер и, в конечном итоге, регулируются и нивелируются остальным рынком. Так ли это на самом деле? Обладает ли в действительности рынок способностью проглатывать нестандартную инвестиционную деятельность? Или же он функционирует с систематическими ошибками, о которых не подозревают инвесторы, находящиеся под влиянием тех же самых отклонений? Чтобы разобраться в этом важнейшем вопросе, учеными в области поведенческих финансов проводилось огромное множество исследований. Эмпирическим путем было доказано, что оказываясь в ситуациях, когда нужно принять какое-либо инвестиционное решение, или дать прогноз, операторы на рынке склонны допускать одни и те же ошибки, повторяющиеся из раза в раз. В этой главе речь пойдет именно о том, что является причиной отсутствия эффективных рынков в мире на сегодняшний день.

Как таковые, эффекты, о которых будет рассказано ниже, не имеют какой-то рыночной привязки. Они имеют место на любом фондовом рынке, будь то рынок США, России, или другой страны. Они определяются стереотипами финансового мышления, отсутствия необходимой диверсификации финансовых знаний, в некоторых случаях, рутинностью выполняемой работы, и, следовательно, сужению используемых навыков и необходимого объема знаний. Все это приводит к тому, что большая часть операторов, вне зависимости от национальной привязки, попадает в ситуацию, когда используемая ими методология неприменима для принятия успешного инвестиционного решения.

2.1 Ошибки инвесторов

В данном разделе речь пойдет о наиболее часто встречающихся эффектах, которые оказывают негативное влияние на качество генерируемых инвестиционных решений.

Многие инвесторы и не предполагают, какое воздействие они сами могут оказывать на результаты своей инвестиционной деятельности. Как источник сбора, анализа и обработки больших массивов информации человек без потери качества, человек подходит не очень хорошо. Эта позиция многих ученых находит свое отражение на практике, когда раз за разом человек показывает свою неспособность к обработке числовых массивов и принятия верных инвестиционных решений.

Некоторые бихевиористы полагают, что данный феномен вызван тем, что в современном цифровом, информационном пространстве, человек живет совсем по другим законам нежели чем его предки, которые обитали тысячи лет назад и основной выбор для них лежал в области их естественных, биологических потребностей и нужд. Данная позиция может показаться абсурдной, но она, несомненно, имеет право на жизнь, поскольку, как показывает практика, индивидуум и сейчас склонен использовать механизмы расчленения и упрощения информации, которыми пользовались и наши предки. О том, в чем конкретно выражаются эти механизмы адаптации человека к стоящей перед ним проблеме и к каким результатам приводят их использование пойдет речь далее.

2.1.1 Эвристики

При осуществлении финансовой деятельности всегда в том или ином масштабе присутствует неопределенность. Практически невозможно учесть всю совокупность факторов, определяющих функционирование какого-либо процесса, будь то ценообразование или выявление рисков. Для того, чтобы иметь возможность применять какие-либо меры, чтобы минимизировать

влияние неопределенности на протекающие процессы, рассчитывается вероятность наступления того или иного события.

Однако, участники финансового рынка используют в своей работе огромные потоки информации и принимают свои решения сообразно им, и вычисление точной вероятности становится очень трудоемким процессом. Опять же, если этот процесс ускорить путем уменьшения числа учитываемых факторов, то и конечное значение вероятности наступления события будет всего лишь приближенным и не способным отразить объективный шанс наступления определенного события.

В таких случаях многие операторы идут иным путем, позволяющим избежать больших трудозатрат. Более того, определение вероятности для операторы становится простым и появляется возможность применить этот способ к будущим подобным ситуациям. Этот подход называется эвристическим. Легкость его применения и обуславливает широту его распространения в финансовой и бытовой среде.

Эвристический подход заключается в применении каких-либо навыков оператора, будь то его предыдущий опыт, ощущения или ожидания к разрешению проблем, как правило требующих применения более сложных механизмов ее решения.

Эффективность эвристики напрямую зависит от ситуации, в которой она применяется. Некоторые действуют вполне эффективно, другие- наоборот. В отношении финансовых рынков, как можно предположить, эвристика не является рациональным решением. Существует три вида наиболее часто применяемой эвристики:

- 1) Эвристика доступности
- 2) Эвристика репрезентативности
- 3) Эвристика закрепления и приспособления.

Рассматривая эвристику репрезентативности нужно в первую очередь определиться с сутью этого понятия. Данная эвристика- это суждение о

каком-либо процессе или человеке, основанное на стереотипах. Опасность частого применения данной эвристики в том, что репрезентативность изначально игнорирует некоторые факторы, которые чаще всего и являются определяющими при принятии верного решения или суждения.

К этим факторам относятся:

- А) неправильное представление о шансе
- Б) нечувствительность к базисным вероятностям
- В) нечувствительность к предсказуемости
- Г) нечувствительность к размеру выборки
- Д) иллюзия значимости

Рассмотрим вкратце эти факторы по очереди.

Неправильное представление о шансе

Как правило, оно вызвано тем, что многие операторы считают, что если имеется какой-либо случайный процесс, то генерация событий им в длинном и коротком промежутке времени будет идентична. Что неверно. В качестве примера можно привести подбрасывание монеты, пример классический и наглядно демонстрирующий неправильную интерпретацию шанса. На подсознательном уровне многие считают, что выпадение последовательности орел-решка-орел-орел-решка-решка, более вероятно, чем выпадение последовательности решка-решка-решка-орел-решка-орел.

Математически это утверждение не имеет под собой почвы, поскольку подмножества какого-либо процесса не всегда носят характеристики общего множества. В них могут появляться серьезные отклонения, которые только усугубляются малым размером выборки.

Из-за данного феномена на финансовых рынках возникают два эффекта, эффект «горячей руки» и «заблуждение игрока». Первый заключается в переоценке собственных индивидуальных возможностей из-за последовательного наступления благоприятных для оператора событий,

которые были сгенерированы случайным процессом. Как следствие, это приводит к дематематизации при принятии важных инвестиционных решений и убыткам.

Второй, «заблуждение игрока» - это сформировавшееся у оператора мнение в том, что шанс – величина саморегулируемая, и на определенных заданных промежутках каждое отклонение в одну сторону будет нивелироваться движением в другую.

Данные эффекты – следствие непонимания закона больших чисел. Канеман и Тверски дали этому феномену название «закона малых чисел», который гласит, что люди будут считать даже небольшие по своему размеру выборки репрезентативными по отношению к тем, из которых они получены.

Нечувствительность к базисным вероятностям

Следующий фактор, который не учитывается при использовании эвристики репрезентативности - это размер исходной вероятности наступления события. Казалось бы, как может человек, оценивающий различные варианты развития событий, не принимать в расчет самую фундаментальную информацию. Эмпирически доказано, что это возможно. Для этого рассмотрим одно исследование⁵, проведенное учеными для подтверждения существования этой систематической ошибки.

Были случайным образом набраны респонденты, которым предлагалось определить профессию человека по его характеристике. Одним респондентам было сказано, что в выборке из 100 человек, 70 - адвокаты, 30 - инженеры, другим респондентам - наоборот. К примеру, предлагалась такая характеристика : «Джону 29 лет. Он женат и пока не имеет детей. Активный и целеустремленный, его устраивает только успех, и постоянное движение вперед. Пользуется большим уважением коллег». Как видно, никакой

⁵ Tversky, A. and D. Kahneman, 1982. Judgments of and by representativeness. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases.

конкретной информации, указывающей на род деятельности Джона, предоставлено не было, следовательно, вероятность того, что он является адвокатом или инженером должна была остаться без изменений в пределах предварительно указанного соотношения. В результате исследования, выяснилось что обе группы респондентов указали примерно одинаковую вероятность того, что этот человек является адвокатом – 0,5. Изначальные вероятности были проигнорированы. Но, нужно отметить, что такие результаты были достигнуты только в случаях, когда опрашиваемым предоставлялась дополнительные, не несущие никакой полезной информации сведения. Если таковой не было, то респонденты по своим оценкам были близки к реальным вероятностям. Данный феномен был подтвержден неоднократно, как с помощью исследований среди обычных респондентов, так и среди профессиональных участников рынка. В качестве вывода, можно сказать, что человек объективно оценивает вероятности только тогда, когда он располагает только основными необходимыми сведениями. В ситуации, когда оператор обладает какими-либо дополнительными псевдо-сведениями, его способность правильно оценить возможности развития определенного процесса снижается до минимальных значений.

Нечувствительность к предсказуемости.

Довольно часто перед операторами на финансовых рынках стоит задача спрогнозировать размеры каких-либо величин, будь то цена акции, размер прибылей в будущем, спрос на какие-либо услуги. В этом случае, не располагая возможностью быстро и математически рассчитать эти величины,

оператор дает собственную картину развития событий, используя моментные сведения об объекте прогнозирования.

Можно в качестве примера взять ситуацию, когда у человека есть описание какого-либо эмитента, без указания конкретных показателей его деятельности. Само собой, если описание этой компании носит позитивный характер, любой человек сочтет будущие высокие прибыли этой компании более репрезентативными, нежели убытки. И, соответственно, наоборот.

Здесь и кроется ошибка аналитика. На основании чего можно дать высокую оценку будущих результатов предприятия, не располагая математическим инструментарием и текущими показателями деятельности ?

Нечувствительность к размеру выборки

Одна из наиболее распространенных ошибок, отчасти ранее описанная – это подмена закона больших и малых чисел в сознании индивидуума. Из-за этого, часто встречаются случаи, когда появляются ошибки в прогнозировании всевозможных явлений. Нечувствительность к размеру выборки- один из факторов, которые свойственны эвристике репрезентативности. Возьмем пример. Если стоит задача определить вероятность того что средний рост случайно отобранных 10 мужчин будет составлять 180 сантиметров, вполне естественно будет применить в данном случае сведения о средних этих показателей среди всех мужчин вообще. Получается, что статистически респондент отрицает возможное отклонение данной выборки, о которой у него сведений нет, и использует свои эмпирические данные для определения вероятности в ситуации, когда достоверно определить вероятность он не в состоянии.

Таким образом, в результате эксперимента, данные о вероятности полученные от респондентов, были примерно равны для выборок в 10, 100, и 1000 человек.

В добавление к этому распространенному аспекту прогнозирования, существует еще и феномен, называющийся «эффектом консерватизма». Чтобы пояснить его действие, приведем пример.

В 1968 году этот эффект изучил американский ученый Вард Эдвардс в своей работе «Консерватизм в человеческой обработке информации». И там он привел результаты следующего эксперимента. Допустим, у нас есть две сумки, в каждой из которых лежат 1000 фишек, в одной из них 700 красных и 300 синих, в другой- 700 синих и 300 красных. Если взять монетку и подбросить ее, чтобы определить сумку, которую взять для эксперимента, то вероятность того, что мы возьмем сумку с преобладающими синими фишками равна 0,5. Затем, респонденту нужно определить вероятность того, что эта сумка действительно с 700 синими фишками при условии, что из 12 вытянутых фишек, 8 оказались синего цвета, и 4 красного. Естественно, что вероятность того, что это «синяя» сумка теперь больше 0,5. Если вы дадите вероятность этого, равной 0,7 или 0,8, то вы попадаете в группу большинства респондентов, причем большинства неверного в своей оценке. Истинная вероятность равняется 0,97.

Иллюзия значимости

В свете вышесказанного уже понятно, что зачастую люди злоупотребляют приведением исхода прогноза к описанию процесса. И уверенность оператора тем выше, чем выше их схожесть. Поэтому, если есть возможность отождествить процесс и его итог, то оператор всегда будет это делать, вне зависимости от качества, полноты и срока давности описания этого процесса.

Последний момент особенно примечателен. Даже если оператор обладает сведениями о том, что описание процесса, по которому ему необходимо делать прогноз, отстает от действительности или содержит какие-либо искажения, для экономии времени, которое он, по его

убеждению, может потратить на другие дела, он очень часто проигнорирует этот момент и будет давать прогноз, будто бы этих сведений не существовало.

Именно этот момент, когда инвестор настолько уверен, что оценивает неопределенный процесс по его описанию невзирая на скудость информации по нему и называется «иллюзией значимости».

2.1.2 Домашнее отклонение

Исходя из вышесказанного можно сделать выводы, что редко когда инвестиционное решение по-настоящему обосновано. Чаще всего для этого используются вышеупомянутые эвристики. Однако, существует эффект еще более глубокой примитивизации инвестиционного выбора. Этот эффект носит название домашнего отклонения (home bias).

Вполне естественно то, что в повседневной жизни люди полагаются на проверенные сведения, пользуются вещами, к которым они уже привыкли. Если перед индивидуумом поставить выбор между использованием двух вещей-субститутов, одна из которых хорошо ему знакома, то чаще всего выбор будет сделан в сторону последней.

Такое поведение присутствует и на финансовых рынках. По статистике, участники рынка разных стран инвестируют свои средства в активы страны, гражданами которой они являются. Формируя из каких-либо национальных инструментов свой портфель, инвестор наивно полагает, что он хорошо диверсифицирован, в чем ошибается. Разумно будет сказать, что необходимо диверсифицировать портфель исходя из соображений доли разных стран на мировом финансовом рынке.

Возьмем пример отечественного инвестора. По вышеуказанному принципу на первый взгляд выходит, что в российских фондовый рынок лучше средства не инвестировать. Разумеется это не так, особенно в случае ограниченности средств инвестирования. Однако, согласно теории

портфельного инвестирования, набор активов у одного инвестора нельзя назвать полноценно диверсифицированным. Ведь все бумаги одного национального рынка в равной мере подвержены влиянию странового риска, что особенно наглядно продемонстрировал кризис в США. Пусть пример этот в какой-то мере уникальный, ведь обвал в США потянул за собой и другие рынки, но суть национальной диверсификации наглядно демонстрирующий. Финансовые кризисы в разных странах не всегда сопряжены во времени, и при конструировании портфеля из бумаг ведущих фондовых рынков мира, это позволит застраховаться от убыточности всего портфеля.

2.1.3 Отклонение «взгляд назад»

Очень многие операторы на различных сегментах финансового рынка в той или иной мере переоценивают свои способности по прогнозированию того или иного события. Столкнувшись на практике с явлением, за которым они наблюдали и об особенностях развития которого они имели некоторое представление, инвесторы часто используют конечное значение этого процесса для выработки какой-либо гипотезы. То есть строят свою модель развития этого процесса, которая не всегда соответствует действительности.

Получив результат, инвестор пытается произвести интеграцию этой величины в существующую информационную систему. Разложив «по полочкам» процессы, повлиявшие на исход, инвестор понимает вес каждого из факторов в итоговом результате. Ему становится все понятно, особенно в случае, если методология ему знакома. Возникает мысль, что как следует подумав, инвестор мог бы предсказать тот же исход до момента, когда его значение стало бы известно.

Данное отклонение опасно тем, что, как правило, такие ситуации инвестор использует для того, чтобы сделать из нее «рутину», то есть использовать полученный опыт для применения к будущим ситуациям.

Негативные последствия это начинает приносить, как только методология оценки начинает упускать из внимания какие-либо факторы, влияющие на исход. Данное отклонение на микро-уровне инвестора имеет место быть в начале его деятельности, затем оно уменьшается в мере своего влияния на деятельность, и по прошествии какого-либо более-менее долгого периода снова начинает влиять на его работу по мере накопления опыта деятельности в определенной сфере, и следовательно, чрезмерной уверенности инвестора в своей способности предсказать исход какого-либо процесса.

2.1.4 Чрезмерная самоуверенность и овертрейдинг

Для того, чтобы материализовать понятие «чрезмерная самоуверенность» и дать ему финансовое обоснование, рассмотрим некоторые статистические данные по американскому фондовому рынку и попытаемся выявить взаимосвязи собственной переоценки и финансовых результатов от этого эффекта.

В 2001 году учеными Терренсом Одином и Брэдом Барбером⁶ было проведено статистическое исследование финансовой деятельности 38000 домохозяйств, осуществлявших деятельность на рынке ценных бумаг по покупке и продаже этих бумаг через брокерские компании. Срок выборки составлял 6 лет и проводился в период с 1991 года по 1997 год.

В общепринятой практике для анализа торговой активности используется показатель, именующийся «годовым оборотом портфеля». Он измеряется в процентах, и показывает, какая доля портфеля ценных бумаг была продана и заменена другими бумагами. К примеру, показатель равный 50 % свидетельствует о том, что ровно половина портфеля акций была продана. Если показатель равен 250%, то это говорит о двукратном обновлении портфеля и последующей замене еще и половины замененных активов портфеля.

⁶ Barber B., Odean T. (2001), Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment, Quarterly Journal of Economics, vol.116, p.261-292.

Для более глубокой структуры исследования, ввели гендерное и семейное разделение, в итоге получилось четыре группы: одинокие мужчины и женщины, женатые мужчины и женщины.

Для одиноких мужчин годовой оборот портфеля составляет 85 %, для женатых мужчин- 73%, для замужних женщин- 53%, для одиноких женщин- 51%. Видно, насколько большую торговую активность развивают одинокие мужчины. Только 15 % своих бумаг в портфеле в год мужчины из этой группы находили подходящими для себя и своей инвестиционной стратегии. Однако, нужно заметить, что так как темпы годовые, то вполне возможно, что и те бумаги на следующий год были заменены в инвестиционном портфеле на иные.

Для взаимосвязи гендерного фактора, самоуверенности и финансовых показателей деятельности, необходимо рассмотреть еще одно исследование Одина и Барбера⁷, касающееся именно связи торговой активности с финансовым результатом.

Для этих целей было включено в выборку 78000 домохозяйств, которые пользовались услугами брокерских компаний.

Прежде всего, смысл торговли на фондовом рынке для единичного инвестора- извлечение дохода. При этом, ввиду того, что инвестор пользуется платными услугами брокера, то перед ним стоит необходимость покрытия и комиссии. Размер комиссии, естественно, варьируется в зависимости от количества сделок, инициируемых клиентом. Больше сделок- больше размер комиссии. И выгода от перепродаж также должна ощутимо превышать размер комиссии брокера. И, соответственно, логично предположить, что доходность от активной торговли должна превышать доходность от пассивного управления портфелем, то есть стратегии «купи и держи».

⁷ Barber B., Odean T. Trading is Hazardous to Your Wealth, The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.

Инвесторы из выборки были ранжированы по темпам обновления портфеля ценных бумаг на пять групп, по 20% инвесторов в каждой. Первая группа, с наименее высокими темпами обновления, составляющими порядка 2,4% в год. Последняя, наиболее активная группа показатель ежегодного обновления портфеля держала на уровне 250%.

По этим группам был рассчитан показатель среднегодовой доходности. Для всех пяти групп доходность оказалась близкой или равной 18,7%.

Получается, что все усилия по выбору бумаги, покупке, продаже бумаг оказываются напрасными, не принося дополнительной доходности, оправдывающей высокие издержки активного управления портфелем. Более того, это доходность, не включающая в себя транзакционные издержки, налоги и прочие затраты. После вычета причитающихся платежей по всем группам, было установлено, что чистая доходность для группы с наименьшими темпами обновления составляет 18,5%, а для наиболее активной- 11,4%. Разница в 7,1 % годовых – очень большая величина, особенно если внести дифференциацию по размеру сумм, используемых для инвестирования. Разница в 7% годовых от 10000 долларов и от 500000 долларов несоизмерима.

Помимо рассмотренных чисто количественных проблем чрезмерная торговая активность приводит и к затруднениям качественной природы. По наиболее активной торговой группе было проведено еще одно мини-исследование. Была определена средняя доходность проданной и купленной бумаги для этой группы на промежутке в 4 месяца и один год. Выяснилось, что проданная бумага приносила бы инвесторам из этой группы на промежутке в 4 месяца доходность в 2,6%, тогда как купленная- 0,11. На временном периоде длиной в год потеря доходности от такой операции составляет 5,8%.

Этот феномен говорит о том, что наиболее активные инвесторы имеют склонность к продаже даже наиболее прибыльных своих активов в пользу бумаг невысокого качества. Следует повторить, что в этом исследовании не

учтены лоты покупок и продаж бумаг, а только направленность сделки и характеристики бумаг, участвовавших в ней. Потенциально прибыльные бумаги на практике оказывались активами худшего качества, чем те, которые были проданы ранее.

Соответственно, очень часто повышенная инвестиционная активность затрагивает наиболее качественные бумаги для осуществления обновления портфеля, что самым негативным образом сказывается на финансовом результате.

Чрезмерная самоуверенность на финансовом рынке проявляется в виде необъективной оценки риска, связанного с деятельностью инвестиционного оператора. Как правило, происходит переоценка благоприятного для оператора исхода какого-либо события, и недооценка негативного.

То есть, вспомнив, что группа одиноких мужчин коррелирует с темпами обновления портфеля в 85% с группой домохозяйств, у которых доходность на уровне 11% годовых, логично предположить, что меньшая доходность для них оборачивается меньшим риском. Это следствие теории Марковица, классическое правило любого рынка, большую доходность нужно искать в более рискованных активах, и наоборот. Однако, так ли это в данном конкретном случае?

Используя в качестве показателя, характеризующего риск портфеля коэффициент бета, получаются что у одиноких мужчин самый большой коэффициент бета, а у одиноких женщин - самый низкий, то есть бумаги слабо коррелированы с движением рынка.

Получается, что покупая бумаги с более высоким риском, инвесторы приобретали маленькую доходность. Это связано с тем, что операторы из этой группы имели высокую долю в своих портфелях бумаг недавно появившихся компаний, так называемых малых акций, которые в силу особенностей организации своего эмитента имеют риск выше среднего по рынку. Акции таких компаний приобретаются в ожидании их быстрого роста, который никем не гарантирован. Рациональный инвестор стремится

ограничивать долю таких бумаг в своем портфеле, по крайней мере до тех пор, пока он не убедится в том, что конкретная бумага надежна в плане риска и привлекательна в плане своей доходности.

Вот здесь и выявляется взаимосвязь гендерного признака, принятия риска, овертрейдинга и финансового результата. Не считая нужным в достаточной степени диверсифицировать портфель, одинокие мужчины, на долю которых и приходится наибольшая торговая активность, склонны продавать свои наиболее ликвидные и качественные бумаги в пользу акций малых компаний, в надежде на большой выигрыш, но фактически получают больший риск за маленькую доходность, которая оказывается даже ниже, чем стратегия пассивного держания бумаги. Само по себе, знание того, что овертрейдинг приводит к итоговому финансовому результату, который меньше результата пассивного управления портфелем многих ученых повергло в шок, но, выявленная вдобавок к этому взаимосвязь овертрейдинга и гендерного фактора еще более усиливает впечатление от результатов эмпирических исследований ученых.

2.2 Проблемы управляющих менеджеров.

Если инвестор понимает, что его знаний фондового рынка и навыков микроконтроля не хватает, чтобы эффективно вкладывать средства в ценные бумаги, чаще всего он передает свои денежные средства в доверительное управление. При этом, как правило, им осуществляется выбор фонда, отвечающего его инвестиционным предпочтениям, понятиям о соотношении риск/ доходность. После чего, можно было бы сказать, что в дальнейшем средства будут генерировать потоки с именно такими характеристиками, которые ожидает учредитель доверительного управления.

Однако, это не так. К сожалению, работа управляющих компаний также чрезвычайно подвержена индивидуальным поведенческим

отклонениям, что и будет доказано далее на примере подобной ситуации на американском рынке.

Дело в том, что именно в доверительном управлении наиболее ярко проявляется неэффективность еще одной посылки концепции эффективных рынков о рациональности инвестора. Рациональный инвестор в одинаковой мере избегает риска в ситуациях, связанных с убытками, и в ситуациях, связанных с прибылями. На практике же, принятие риска в данных ситуациях ассиметрично.

Для репрезентативности эксперимента Кэтрин Салливан в 1997 году⁸ разослала приглашение участвовать в эксперименте по выявлению особенностей принятия финансовых решений 119 менеджерам, каждый из которых имел 20-летний опыт работы в финансовой сфере и минимум 6 лет занимал свое текущее место. В итоге, в эксперименте приняло участие 96 финансовых менеджеров. Перед каждым из них стояла задача сделать выбор из двух альтернатив в пяти различных ситуациях, причем, менеджеры были предупреждены о том, что правильного варианта нет, следовательно, этим была обеспечена оригинальность их инвестиционного решения при поляризации эксперимента на реальную рыночную ситуацию.

1) В первом эксперименте перед респондентами была поставлена задача принять решение в условии вероятной потери 600 тысяч долларов. У менеджеров в условии реализации прибылей был выбор сохранить 200 долларов в первом случае или с вероятностью $1/3$ сохранить все 600 тысяч, и с вероятностью $2/3$ потерять их же.

Менеджерам в условии реализации убытков было предложено выбрать

А) потерять 400 тысяч долларов

Б) с вероятностью $1/3$ не потерять ничего, и с вероятностью $2/3$ потерять все.

⁸ Sullivan, K. (1997) Corporate Managers Risky Behavior: Risk Trading or Avoiding? Journal of Financial and Strategic Decisions, vol.10, p.63-74.

Как видно, условия для менеджеров в условиях убытков и прибылей одинаковые, с разницей только в формулировках. То есть, в принципе, разницы в принятии инвестиционного решения быть не должно. Однако, по результатам эксперимента, 63% менеджеров в условии прибылей выбрали гарантированную прибыль, но в ситуации реализации убытков принимали на себя риск (75%).

2) Второй эксперимент был предназначен для того, чтобы выявить особенности принятия решений в ситуациях, когда величина прибылей или убытков более велика. И снова, наблюдалась та же тенденция, что и в предыдущем эксперименте, в терминах прибылей около 78% избегают риска, в терминах убытков те же 72-77 % процентов этот риск на себя принимают. Налицо снова рискованная асимметричность.

3) В третьем эксперименте стояла цель выяснить то, как реагируют на риск респонденты, если перед ними поставлена иная формулировка проблемы, в терминах издержек и затрат. Появление этого эксперимента обусловлено желанием выяснить, насколько увязывает менеджер издержки с прибылью от них. Если он приравнивает их к убыткам, то согласно предыдущим данным опроса, можно ожидать принятия на себя риска. Если наоборот, то следует ожидать консерватизма в отношении риска.

Менеджеры были разделены на две группы: одной была предложена формулировка в терминах прибылей, другой - в издержках.

Прибыльная формулировка повествовала о продукте А, который пользуется стабильным спросом на рынке, и который с вероятностью 100% принесет 420 тыс. долларов при его производстве. Также существует и продукт Б, который с вероятностью 75% принесет 520 тыс. долларов, и 25% - ничего.

Формулировка в терминах издержек предлагала респондентам успешное завершение проекта при любом выборе, но в первом случае на

завершение проекта требовалось затратить дополнительные 420 тыс. долларов, а в другом с вероятностью 75% потребуются еще большая сумма – 570 тысяч, но в то же время в 25% случаев дополнительных затрат не потребуется.

Снова мы видим симметричность построения задачи при разнице формулировок. По итогам эксперимента в терминах прибылей риска избегали 88,2 %, в терминах издержек – 62%.

Вопреки результатам первых двух экспериментов, в убыточной терминологии процент принимающих на себя риск менеджеров намного ниже. Издержки снижают финансовый результат от инвестиционной деятельности менеджера. Но, так как в эксперименте ясно сказано, что результат будет положителен в любом случае, то респонденты выбирают безрисковый вариант. Именно в данном случае, степень избегания риска избыточна. Следовательно, принятие риска менеджерами демонстрируется тогда, когда сформулированы и математически вычислены вероятности потерь и выигрыша от принятия какой-либо инвестиционной политики.

4) В четвертом эксперименте ставилась задача выбрать одну из двух инвестиционных возможностей, причем как в условиях прибылей, так и в условиях издержек, чистая прибыль в любом случае равнялась 325 тыс. долларов. Прибыльная формулировка была немного изменена, и звучала как прибыли от инвестиционной деятельности, соответственно изменили и формулировку в терминах издержек.

В терминах прибылей: имеется товар А, пользующийся постоянным спросом, и который принесет 575 тыс. долларов в случае выбора именно его производства. Имеется также и товар В, который на рынке появился недавно и границы спроса на него еще точно не определены. Однако, после маркетингового исследования выяснилось, что с вероятностью 70% на его производстве можно получить 665 тыс.долларов, или с вероятностью 30% - 365 тыс.долларов. И тот, и другой вариант требуют дополнительных инвестиций в размере 250 тыс.долларов.

В терминах убытков, как обычно, предлагались идентичные условия, иначе сформулированные. Говорилось, что при любом выборе, проект окажется успешен и принесет 575 т.д., разница лишь в количестве необходимых для дополнительных инвестиций средств. В первом варианте на завершение проекта необходимо потратить еще 250 тыс.долларов, во втором с вероятностью 70% - 160 тыс.долларов, 30%- 460 т.д.

Вновь одинаковые условия вызывают диспропорции в инвестиционных решениях финансовых менеджеров. В терминах прибылей риск на себя приняло 21,6%, избегло- 78,4%. В терминах убытков, соответственно, 38,2 % и 61,8%. Как видно, большинство инвесторов предпочли избежать риска, то есть в формулировке прибылей получить гарантированную прибыль, а в случае издержек, гарантированно не затратить больше.

5) В пятом эксперименте исследователи все так же ставили респондентов в условия реализации прибылей и издержек.

В формулировке прибылей условия были поставлены таким образом, что можно сделать выбор между двумя альтернативами, на которые с 70% вероятности будет высокий уровень рыночного спроса, и 30% низкий. Разница между проектами заключается лишь в абсолютных величинах прибылей, которые получит менеджер. В случае высокого спроса на товар А он получает прибыль в размере 465 тыс. долларов, если же спрос на товар будет маленьким, то их размер составит 155 тыс. долларов. Альтернативный товар В обладает менее зависимой от рыночной конъюнктуры способностью приносить прибыль. При высоком спросе менеджер получает 384 тыс. долларов, при низком- 344 тыс.долларов.

Очевидно, что отклонение первой альтернативы выше, причем намного, чтобы являться репрезентативой для выявления расположенности к риску. Выбор менеджером второго варианта- это явное избегание риска.

Менеджеры в условиях реализации убытков было предложено по требованию государственных регулирующих органов рассмотреть два варианта переработки отходов, которые производит компания менеджера. Первый вариант подразумевает 70% вероятность того, что на это потребуется 465 тыс.долларов. 30%- 155 тыс.долларов. Альтернатива В предлагает 70% вероятность затрат в размере 384 т.д., 30%- 344 т.д.

Как и во всех предыдущих экспериментах, условия идентичные, разница выражается только в формулировке.

По итогам эксперимента, в условиях прибылей, избегло риска 86,5% опрошенных, приняло -13,5%. В терминах издержек выбор респондентов разделился примерно поровну, приняло риск 51,4%, предпочло избежать- 48,6%.

В первый раз за проведенные пять исследований доля инвесторов принимающих на себя, и отказывающихся от риска примерно равна в условиях убытков. Однако, это обусловлено тем, что убытки закодированы в виде требования госорганов. В обычной ситуации трудно ожидать большой прибыли от переработки собственных отходов.

Это абсолютно реальные, в известной степени репрезентативные данные, полученные от топ-менеджеров управляющих компаний. Эти данные в той же мере могут показать нам степень иррациональности инвестиционной активности фондов в США, эмпирика, которая не может толковаться неоднозначно, потому что условия исследований были для менеджеров заданы простейшие. Ассиметричность в принятии решений налицо, и можно с абсолютной уверенностью утверждать, что имея перед собой хотя бы примерно аналогичные альтернативы в реальной ситуации, финансовый результат от инвестиционного решения оказался бы еще хуже, поскольку в дополнение к индивидуальным поведенческим отклонениям прибавляется шумовая информация, ошибочно интерпретируемая менеджером в силу ее бесполезности.

По сути, сам механизм передачи средств в доверительное управление, их преумножение, и сам процесс управления средствами в управляющей компании на любом рынке американском, российском (российском в особенности) и любом другом опутан прочной сетью иррациональности, а точнее когнитивной иррациональности. Начнем с клиентов паевых фондов. Чем руководствуется потенциальный клиент при выборе подходящего фонда? Соотношением риск/доходность, показателями деятельности, рекомендацией, репутацией. Из всего этого спектра факторов более-менее действительно определяющим является первый. Рекомендации и советы не являются сколько-нибудь достоверными сведениями, поскольку исходят от лица, подверженного отклонениям и предвзятым суждениям в той же мере, сколько и клиент. Сведения о показателях деятельности в различных источниках порой сильно отличаются, в связи с чем являются де-факто не более, чем шумовой информацией, годной только для составления наиболее обобщенного представления о деятельности фонда. Ничего общего с рациональным инвестированием такое поведение не имеет. Да и сами менеджеры фондов любого рынка в силу специфики деятельности очень подвержены влиянию когнитивных отклонений. Можно выделить 7 основных проблем инвестирования в различные фонды:

1) Прогнозирование. Имеется огромное количество доказательств, что невозможно точно спрогнозировать какой-либо исход отдаленного во времени процесса. И, несмотря на это, рынок пресыщен всевозможными прогнозами, мнениями аналитиков и прочей недостоверной информацией.

Причина этого кроется во многих факторах, среди которых чрезмерная уверенность в собственной правоте, излишний оптимизм на определенных стадиях жизнедеятельности финансового рынка. Прогнозирование сейчас это один из фундаментов финансовой деятельности, без которого практику представить невозможно. Получается, что несмотря на то, что подавляющее большинство участников рынка ошибается в своих прогнозах в силу как

системной невозможности точнейшим образом определить цену на какой-либо актив в будущем, так и в силу несовершенства используемой ими методики, все равно изо дня в день все средства массовой информации по финансовым рынкам заполнены очередными попытками предсказать исход какого-либо процесса. Это может показаться бессмысленным. Ни в коем случае нельзя забывать, что прогноз- это шум, не более чем чье-то личное мнение на происходящее, годное только для ознакомления, формирования своего собственного мнения, а не для копирования и применения в своей инвестиционной деятельности.

Приложение 1⁹ и 2¹⁰ наглядно показывают уровень качества прогнозов аналитиков относительно разных по своей природе величин. На первом графике отражены прогнозы экспертов относительно уровня инфляции при помощи дефлятора ВВП.

На втором графике показаны прогнозы движения доходности 10-летней бумаги. Как вино, респонденты не могли угадать не только уровень доходности бумаги, но и направление движения этой доходности. В частности, 55% прогнозов на повышение доходности были разно-направлены с реальным движением, то есть в 55% случаев, на определенный момент, повышательный прогноз совпадал понижательным движением бумаги.

Если предсказать движение какой-либо конкретной бумаги затруднительно, даже используя весь массив доступной информации по ней, то логично предположить, что движение какого-либо индекса предсказать будет легче. Приложение 3 показывает, насколько эта гипотеза отвечает действительности. Индекс S&P500 на графике соотнесен с прогнозами по его движению. Видимо, эксперты полагают, что ретроспективные данные хорошо переносимы на будущее, в результате чего и получается такой

⁹ Nassim Taleb. The Scandal of Prediction.(2005)

¹⁰ Russo and Schoemaker (1989) Decision traps: Ten barriers to brilliant decision making and how to overcome them, Simon&Schuster

разрыв между реальным движением индекса и прогнозам на протяжении двух лет.

Как один из основных факторов, влияющих на процесс прогнозирования, можно выделить чрезмерную самоуверенность. Приложение 4 иллюстрирует результаты опроса, в котором студентов и профессионалов, связанных с фондовым рынком, попросили выбрать бумагу, в которой респондент абсолютно уверен, и которая, по его мнению, будет расти ближайшие три месяца. Как видно, доля студентов угадавших такие бумаги значительно выше, чем доля профессионалов фондового рынка. Отсюда следует вывод, что опыт работы на рынке не всегда является гарантией хорошего качества прогноза, а направление движения бумаг не столь очевидно, как это может казаться.

2) Иллюзия знания. На финансовом рынке всегда доминирует стремление получать все больше и больше информации. В научной литературе этот феномен получил название «обжорство» (gluttony). Крайне широко распространено мнение, будто обладание большим массивом информации позволяет всегда опережать рынок и показывать положительные результаты. Конечно, это так, неинформированный участник в любом случае менее эффективен, чем информированный. Но, не стоит переоценивать значение владения множеством разнообразной информации. Она может быть дифференцирована по своему качеству. Да и ее функциональность тоже под вопросом. Очень часто, вместо того, чтобы корректировать инвестиционное решение, дополнительная информация только увеличивает уверенность инвестора в своей правоте. Поэтому принцип «чем больше, тем лучше» в данном случае неприменим.

Приложение 5¹¹ и 6 отражают результаты исследования, посвященного изучению воздействия количества информации на участников исследования. Целью эксперимента было выявить, насколько

¹¹ Slovic (1973) Behavioral problems adhering to a decision policy, unpublished paper

точно профессиональный психолог может определить поведение человека, его характер, по периодическим порциям информации о его жизни, привычках и так далее.

На первый взгляд, связи с финансовой сферой тут нет. Однако, вернувшись к результатам исследования, можно заметить, что по мере увеличения имеющегося объема информации у психологов, качество их предположений не растет, то есть они делают по-прежнему неверные выводы, но с каждым этапом и с каждой новой информацией их уверенность в собственной правоте крепнет. В 6-м приложении показаны те, кто менял свое мнение после получения новых сведений об объекте наблюдения. Абсолютно четко выражена тенденция увеличения уверенности в своей правоте.

Этот и иные эксперименты¹² лишний раз подтверждают давно известный факт, что дополнительные объемы информации трактуются не как сведения к рассмотрению или пересмотру своей позиции относительно какого-либо явления, но как средство подтверждения ее. Способность больших массивов информации разного качества оказывать влияние на принятие инвестиционных решений недооценивается и недостаточно принимается во внимание.

3) Всевозможные встречи, роад-шоу. Многие компании уделяют большое внимание организации встреч с потенциальными инвесторами. Однако, вряд ли такие встречи носят действительную инвестиционную нагрузку для инвестора. Есть определенные проблемы, которые должны быть приняты во внимание, чтобы встречи с представителями компании приносили реальную ценность. Во-первых, как говорилось ранее, большой объем информации - не значит лучшие результаты деятельности. Во-вторых, менеджеры так же подвержены когнитивным заблуждениям, и их точка зрения почти всегда носит излишне оптимистичный

¹² Handzic (2001) Does more information lead to better informing? Informing Science, Challenges to Informing Clients: A transdisciplinary approach

относительно характер относительно осуществляемой ими деятельности и результатов, которые могут быть получены от инвестирования. В-третьих, для инвестора, еще колеблющегося относительно какого-либо решения, доминантный характер носит та информация, которая будет сонаправлена с его желаниями. В-четвертых, по данным исследований, после подобных встреч, многие инвесторы признаются, что представительный вид менеджмента компании играл не последнюю роль в принятии инвестором решения. Это абсолютно не сопряженный с финансовой деятельностью аспект склоняет многих участников рынка в сторону решения, которое могло бы для них оказаться не самым лучшим из присутствующих на рынке. И в-пятых, всегда существует риск получения недостоверной информации, переиначенной, или любым другим образом скорректированная для увеличения привлекательности. И не всегда у инвестора есть возможность проверить качество получаемой информации.

В подтверждение вышесказанному целесообразно привести данные исследования¹³, которое проводится каждый квартал среди 500 крупнейших компаний США. Их CFO задают множество вопросов, один из которых звучит так: «Оцените потенциал экономики и вашей компании на ближайший квартал». Приложение 7 показывает, что во всех случаях менеджеры оценивали потенциал своей компании выше рынка, что говорит о высокой степени уверенности в своих возможностях, однако, если учесть тот факт, что в опросе принимают участие анонимно 500 наиболее крупных компаний, то сомнительным становится то обстоятельство, что все они смогут переиграть рынок. Из этого вытекает вывод, что менеджеры тяготеют к переоценке своих навыков управления и финансового результата компании.

4) Собственная переоценка. Фактор во многом связанный с предыдущим, однако, собственная переоценка более «удлиненна» во

¹³ Graham and Harvey (2005) Expectations, optimism and overconfidence, unpublished paper

временном промежутке. Успехи на сколько-нибудь продолжительном временном отрезке могут привести к тому, что методология деятельности может быть упрощена, появится сверх-оптимизм и излишнее доверие к собственным способностям менеджера по оценке и обработке рыночной информации, уверенность в способности «читать» рынок, опережать его. Покупать по низу, и продавать по верху на протяжении долгого времени невозможно, даже имея представление об особенностях поведения «толпы», то есть изучая поведенческие финансы.

5) Краткосрочность и переигрывание. В следствие того, что многие операторы путают информацию с шумом, и одновременно пытаются опередить рынок, то возникает чрезмерная торговая активность. В свою очередь, она приводит к сокращению срока держания бумаги в портфеле. На Нью-Йоркской фондовой бирже, к примеру, средний срок держания бумаги в портфеле составляет 8-9 месяцев. То есть, результат от такой бумаги- это функция от изменения цен на нее за этот период времени, и репрезентативным этот период может и не быть по отношению к предыдущим или последующим. Такая финансовая деятельность носит более спекулятивный характер, нежели инвестиционный.

На приложениях 10¹⁴ и 11¹⁵ видно насколько сильно изменился срок держания бумаг во взаимных фондах США за последние 90 лет. Если обратить внимание на 50-60-е годы, то можно заметить, что фонды в это время оперировали максимально долгосрочно, а бумаги NYSE держали по семь-восемь лет в среднем, в противовес нынешним годовым аналогичным показателям.

6) Доверчивость. Связанная с предыдущими проблемами, эта тоже имеет важнейшее значение. Необходимо изначально скептически относиться к получаемой информации, изменяя свое мнение по

¹⁴ See Bogle (2005) The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse? Financial Analysts Journal, 2005

¹⁵ The Economic Implications of Corporate Financial Reporting (2005) Graham, Harvey and Rajgopal

отношению к ней по мере того, как поступают иные сведения от иных источников, подтверждающих ее. Очень многие инвесторы считают, что способны с высокой долей точности отличать достоверную информацию от некачественной информации. Однако, никаких оснований для этого нет, и для того, чтобы отличить неверную информацию от верной, нужно обладать определенным массивом сведений, которые позволят вынести решение о надежности получаемой информации.

7) Групповое суждение. Эта проблема является скрытой до тех пор, пока не станут явными итоги применения групповых суждений в финансовой сфере. Бытует мнение, что решение принятое в группе, отличается в качественно лучшую сторону от индивидуального, и позволяет достичь более высоких результатов. Это намного более глубокая проблема, чем кажется. Безусловно, при нулевой информированности инвестора групповое решение однозначно лучше, чем его ничем не обоснованное индивидуальное. Однако, если оператор имеет некоторый опыт на работы на рынке, и его способность быстро и без издержек получать информацию высока, то стоит тщательно оценивать необходимость групповых действий. Можно было бы ожидать, что группа нивелирует индивидуальные когнитивные заблуждения, но, вместо этого, группа только усиливает их. Собираясь в группу, инвесторы уже заранее определяют себе задачу прийти к какому-либо решению по пути наименьшего сопротивления. Группа уменьшает вариативность мнений. На пути к принятию инвестиционного решения, группа всегда становится жертвой «эффекта якоря» (anchoring), то есть любую информацию, каким-либо образом пересекающуюся с их видением они начинают трактовать как подтверждающие их прогнозы сведения.

Глава 3 Использование поведенческих финансов на практике.

3.1 Препятствия для развития поведенческого подхода

Рассмотрев теоретическую и практическую основу поведенческих финансов, можно сделать вывод, что до эффективности рынков и рациональности инвесторов должен быть пройден еще очень долгий путь. Система получения прибылей в настоящий момент построена именно на числовых диспропорциях, которые очевидны большинству участников рынка. Распознать качественную инвестиционную альтернативу могут немногие.

Поведенческие финансы- это разработка новая, исследования все еще ведутся, и впереди немало работ в этой области. Но подавляющее большинство публикаций указывают на несовершенство поведенческих моделей операторов на рынке ценных бумаг и прочих, не выдвигая конкретных мер по тому, что нужно делать. Исследования носят указательный характер. В этой связи, насколько полезна может быть любая новаторская мысль или теория на финансовом рынке, если у нее нет видимого практического приложения? Как использовать достижения в области поведенческих финансов, если авторами публикаций не дается конкретных указаний по конкретным мерам, позволяющим «обыграть рынок» и извлечь повышенную доходность из своих операций ?

3.1.1. Математический аппарат

Надо отметить, что очень многие участники рынка, преимущественно практики, вообще не имеют представления о

существовании поведенческого подхода к деятельности, которой они занимаются изо дня в день. Именно такие операторы, вернее особенности их инвестиционной активности, являются предметом продолжающихся исследований в области финансовой психологии.

Нельзя сказать то, что результаты исследований можно как-то «применять» или «использовать». Информация, которую получает человек, интересующийся поведенческими финансами отличается от непубличной, инсайдерской информации, которая позволяет ее обладателю получить мгновенный выигрыш от использования. Изучив самые распространенные рыночные ошибки, инвестору предстоит проделать работу по устранению или минимизации своих собственных. Процесс это трудоемкий, долгий, и вовсе не гарантирующий повышенный финансовый результат. Оператору затруднительно будет узнать в числовом выражении между решением, принятым в обычной ситуации по обычным стандартам, и при принятии решения, учитывающего возможные поведенческие отклонения инвестора и с более комплексной методологией анализа эффективности. Оператор будет лишь уверен в том, что его решения основаны на фундаментальных факторах, которые эффективны в долгосрочной перспективе. В этой связи особенно актуальна легендарная фраза древнегреческого философа Сократа: «Я знаю, что ничего не знаю, а остальные не знают даже этого». Это полная поляризация с финансовой действительностью. Для рационального инвестора неизвестно то, как может в будущем повести себя рынок, все-таки возможности анализа и прогнозирования в известной степени ограничены. Тогда как иррациональные инвесторы как раз в большинстве своем злоупотребляют выдвиганием прогнозов, операциями с сомнительной информацией, и работают под влиянием множества поведенческих отклонений, о которых не подозревают, или не задумываются.

Широкой известности и распространенности знания финансовой психологии препятствует ряд факторов. Обобщенно их можно сгруппировать в макро-уровневые факторы и микроуровневые факторы.

Ввиду того, что любое направление создается для того, чтобы каким-то образом повлиять на установленный порядок вещей, нужно, чтобы это направление обладало всеми необходимыми характеристиками для того, чтобы обеспечить работу в его рамках. Поведенческие финансы- элемент системы, который эмпирически отрицает применимость теории эффективных рынков с ее изначальными посылами о рациональности инвесторов и равной доступности информации для них.

Исследования в этой области, как говорилось выше, носят указательный характер. Ученые, чтобы выявить системность какого-либо отклонения, затрачивают много времени и труда на сбор статистики, ее анализ и обработку, группировку, для создания глубины исследования, и выработку какого-то вывода из всего объема проделанной работы. Как правило, находится действительно системное отклонение в инвестиционной деятельности операторов, исходя из статистики, объясняются причины существования этого отклонения в принципе и далее исследования продолжаются по какому-либо смежному вопросу.

Минимальное количество публикаций носят какие-либо рекомендации по практическому применению результатов проделанной работы. Такая ситуация сложилась в силу нескольких причин. Во-первых, изначально сведения о наличии ошибок при принятии инвестиционного решения не носят какой-либо ценности. Специфика финансового рынка такова, что кто-то выигрывает, а кто-то проигрывает. Всегда есть возможность, шанс получить прибыль не вникая в причины своих прошлых неудач и не делая соответствующие выводы из них. К примеру, распространенный «эффект Монте-Карло», когда инвестор пренебрегает законом малых чисел и принимает решение исходя из собственных ощущений, даже не постаравшись правильно оценить вероятность

наступления желаемого события, будет иметь маленькое значение, если в итоге он «угадает» исход события.

Положение вещей могло бы быть другим, если бы к исследованиям ученые прилагали примеры применения их исследований к реальной практике. Объясняли как противодействовать влиянию того или иного эффекта, приводили примерную методологию или последовательности предпринимаемых действий для избегания распространенных отклонений.

Однако ничего подобного не происходит. Оценив, сколько времени (в некоторых случаях до 10 лет) у ученых уходит на то, чтобы проанализировать и выявить какой-либо пример иррациональности, сомнительно, что индивидуальный инвестор сможет быстро найти оптимальную систему анализа интересующего его события, скорректировать процесс оценки и принятия инвестиционного решения и твердо придерживаться его в дальнейшем, учитывая различные вариации и модификации ситуации.

Более того, даже многих разрозненных математических обоснований своих исследований не хватило бы для популяризации и расширению применимости поведенческого подхода на финансовых рынках. Работы, и соответственно, математические методы должны с собой коррелировать, необходима возможность учитывать влияние факторов одного типа на деятельность инвестора.

Таким образом, вывод напрашивается следующий: для того, чтобы поведенческий подход получил распространение среди участников рынка, недостаточно лишь одних наблюдений за ошибками инвесторов разных лет, пусть даже и поддающихся систематизации и обобщению, и на основе которых можно делать некие выводы, обладающие практической ценностью. Поведенческому подходу нужно иметь математическую надстройку к математическому аппарату концепции эффективного рынка. В противном случае, к сожалению, понятие «поведенческие финансы» служит неким дополнительным источником знаний для инвестора, что

особенно нужно отметить, физического лица, а не юридического, по причинам описанным выше.

3.1.2 Ограниченность информационного распространения

Следующий фактор, который имеет самое негативное влияние на широкую распространенность и использование, это степень публикуемости работ, изучающих поведение инвесторов и их заблуждения. Круг источников, через которые до читателей доходят публикации, исследования и всевозможные анализы активности на рынке ограничен даже в США всего несколькими изданиями среди которых на долю The Journal of Finance, Journal of Political Economy приходится около 40% публикаций, причем большое количество публикаций непосредственно к поведенческим финансам не относятся, но они интегрируются в систему когнитивных знаний по причине возможности соотнесения результатов исследований в таких публикациях с психологией инвестирования. Более того, практика, которую взяли на вооружение многие издания, заключающаяся в размещении давних статей из номеров журнала на Интернет-сайт издания, неприменима. Статьи с некоторых пор находятся в платном доступе.

Естественно, что подобная ограниченность информационных ресурсов негативно сказывается на развитии поведенческого подхода в финансовой мысли. Бумажный вариант ведущих изданий достать за пределами США затруднительно, а работы в периодической финансовой прессе даже в редких случаях, когда затрагивается поведенческая тема, чаще всего сводятся к рекомендациям тщательнее диверсифицировать портфель и думать над каждым инвестиционным решением. Вследствие ограниченности журнального пространства, работа лишается глубины исследования и становится средством общего развития.

Поэтому, на текущий момент, чтобы получить возможность изучить какие-либо публикации по теме, нужно, чтобы присутствовал направленный интерес со стороны инвестора, его затраты времени на поиск работ в оригинальном бумажном или электронном варианте. Иные источники мало подходят для того, чтобы быть информационным ресурсом в данной области, в силу ограниченности материала в большинстве источников.

3.1.3 Функциональные диспропорции.

На финансовом рынке действует большое число инвесторов и профессиональных участников, чьи интересы, инвестиционные предпочтения и методология деятельности существенно разнятся. Это обусловлено тем, что данные участники испытывают разные потребности на рынке, каждый по-своему оценивает качество бумаги, и оптимальную «срочность» бумаги каждый считает также по-разному.

Активный тип индивидуального инвестора, к примеру, как уже было ранее отмечено, отличается высокими темпами обновления портфеля. Такой характер деятельности данный конкретный инвестор считает оптимальным, и так же он будет себя на рынке и впредь, кроме чрезвычайных ситуаций, вроде кризисов, скорее всего. Но с высокими темпами обновления портфеля, инвестор играет на краткосрочных колебаниях цены на инструмент, где могут и не проявляться фундаментальные характеристики бумаги. Соответственно, он может получить либо спекулятивную прибыль, либо убыток.

Связь данного отдельного случая с развитием поведенческих финансов, на первый взгляд, слаба. Однако, если вспомнить любую более-менее значимую работу в области психологии инвестора, то станет понятно, что все исследования, которые проводились учеными,

долгосрочны по своей сути. Для выявления какой-либо поведенческой аномалии, ученым, как правило, требовался временной период с статистическими данными не менее пяти лет. Как может активный инвестор применить достижения поведенческого подхода к своей высокоинтенсивной работе на рынке, одновременно сохраняя высокую обновляемость портфеля? Никак. Это невозможно. Безусловно, высокая интенсивность приведет к более высокому порогу ошибки для инвестора, однако, на краткосрочном промежутке значимость влияния когнитивных отклонений на деятельность инвестора будет минимальна. В итоге у активного управляющего будет почти тот же самый финансовый результат и знание собственных ошибок, которое финансового измерения не имеет. Такой расклад, как уже говорилось выше, наступит при допущении, что активность управления портфелем не снизится.

И с другой стороны, стратегия долгого держания портфеля, консерватизма в управлении своими бумагами на рынках разных стран также встречается довольно часто, особенно это относится в большей степени к США, нежели к России, где процент пассивного и активного управления портфелем как качественно, так и количественно более выражен, чем в нашей стране, в силу объективно более высокого уровня развития фондового рынка. Довольно часто инвесторы приобретают пакет бумаг, лучших по своим характеристикам на определенный момент, и в дальнейшем просто получают свои дивиденды, купонные платежи и так далее, не внося изменений в портфель даже когда бумаги резко теряют в цене, или с эмитентом связан какой-то скандал, в любом случае возникновения ситуации, когда стоимость бумаг, размер денежного потока от бумаг в портфеле снижается. Но ведь это тоже случай проявления психологии инвестора на рынке в силу своих когнитивных отклонений. И это вопрос не в выборе наиболее доходного инструмента и управления своим портфелем, а вопрос выбора варианта вложения временно свободных средств.

В итоге, далеко не всем инвесторам представляется возможным, или выгодным использовать исследования в когнитивных финансах для управления портфелем. Многие оценивают затраты от более детального и кропотливого подхода к инвестированию более высокими, чем прибыли от такого поведения на рынке. Соответственно, не всегда, с точки зрения инвестора, тратить время на изучения большого количества трудов и публикаций, в то время как ощутимого, видимого улучшения финансового результата это не приносит.

3.1.4. Неприменимость на уровне компаний

Выше отмечалось, что на то, чтобы адаптировать свою селекционную инвестиционную деятельность соответственно опыту исследований финансовой психологии, даже у индивидуального инвестора уйдет много времени. Упущенное на перепрофилирование своей деятельности время может отразиться в упущении выгоды от какой-либо сделки.

Для участника финансового рынка, вроде компании, или банка, это вообще неприменимо и неприемлемо. Даже в случае, если участник решит пересмотреть принципы своей деятельности, то это будет стоить большого количества времени, денег, возможно, придется обновлять кадровый состав подразделений, отвечающих за анализ рисков и инвестиционные решения. В это время участник будет упускать конкурентные преимущества, связанные с реорганизацией, и маловероятно, что деятельность такого участника на «шумовом» рынке приведет к чему-то хорошему, поскольку полученные выводы, и, соответственно, при ориентации на фундаментальную и шумовую информацию могут быть совершенно разными. На краткосрочном промежутке компания почти наверняка будет испытывать проблемы с

выбором бумаг, для этого нужно будет сформировать специальную селекционную политику.

Идеально для применения поведенческий подход подходит для управляющих компаний, осуществляющих операции с «длинными» инструментами. В данном случае, у них есть время на все необходимые на анализ фундаментальной информации, отделении ее от шумовой, анализ рисков, изучение возможных альтернатив. Однако, все равно при переложении опыта исследований на практику есть проблема.

Если вспомнить проспектную теорию, или результаты опроса среди финансовых менеджеров, то можно заметить, что при постановке задачи для респондентов использовались абсолютно четкие альтернативы, в абсолютном выражении и с уже определенным значением вероятностей. Само собой, в реальной практике такие четкие расчеты осуществить невозможно, всегда будет присутствовать определенная доля погрешности. Собственно, цель этих экспериментов состояла в том, чтобы показать, к каким финансовым результатам приведут решения управляющего при исключении математического аппарата из расчетов, и расчете на собственный опыт, чутье и так далее. Результаты были получены отрицательные.

В связи с тем, что экспериментальных условий на реальном фондовом рынке нет, то для получения положительного финансового результата нужно минимизировать роль опыта, ретроспективных данных, партнерских соглашений и прочих факторов на выбор объекта инвестиций. Оценка должна проводиться не только по спотовым (текущим) показателям, но и учитывать будущие перспективы. В общем и целом, при выборе инвестиционного объекта должен превалировать математико-аналитический подход. Если наличие когнитивного отклонения у инвестора- это факт, то профилактикой для влияния этих отклонений на деятельность инвестора является математизация процессов, использования различных математических моделей, которые входят в

состав различного программного обеспечения, к которым у многих участников рынка есть доступ. Опять же, тут стоит отметить разницу между рынком США и России в данном нюансе. Так как доля инвесторы в США отличаются как большим своим количеством, по сравнению с Россией, так и более глубокой их дифференциацией среди различных слоев населения, по получается, что в любом случае, инвесторы, которые не пользуются в своей деятельности дополнительным программным обеспечением для анализа и выбора желаемого инструмента, то выходит, что таких участников в США больше чем в России. Со стороны российского фондового, в частности, рынка, это утверждение подкрепляется тем обстоятельством, что в силу молодости отечественного рынка, индивидуальные вложения осуществляют преимущественно сотрудники компаний, связанных с фондовым рынком. Получается, что несмотря на данное количественное ограничение, отечественные инвесторы имеют лучший доступ в процентном выражении к средствам математического анализа, чем их зарубежные коллеги. Соответственно, выше их потенциальная способность выбрать инструмент, опираясь на его фундаментальные преимущества, нежели на шумовую информацию, его облекающую. Данная возможность всегда имеет положительное воздействие на итоговый результат инвестора, поскольку даже проигрыш по инструменту будет обусловлен на макро-уровне, фундаментально, и ответственность за него будет лежать на инвесторе, который вовремя е принял соответствующую стратегию, минимизирующую возможные потери.

3.2 Поведенческие финансы в России.

К ситуациям, которые требуют переложения уже имеющегося опыта в какой-либо конкретной сфере на новое, еще не охваченное пространство, всегда нужно относиться с большой осторожностью. История знает немало примеров тому, как бездумное копирование финансовых решений без должной обработки и анализа приводило к самым плачевным результатам.

Поведенческие финансы, как уже поминалось ранее- разработка американских ученых середины XX века. Поведенческий подход был создан с оглядкой на фондовый рынок, который уже к тому времени имел давнюю историю, был всесторонне развит, обладал мощной законодательной опорой и огромным количеством участников рынка. И теперь нужно выявить совместимость направления финансовой мысли, которое создавалось в подобных условиях с реальной современной российской практикой.

Понятия «поведенческие финансы» и «фондовый рынок» неразрывно связаны. Но какова эта связь? Может ли поведенческий подход оказать какое-либо влияние на развитость рынка? Или, наоборот, начало исследований в области психологии инвестора- это атрибут мощного, стабильного рынка, на котором резервы для улучшения финансовых результатов уже можно искать даже в поведенческих особенностях участника рынка?

Если рассматривать первую позицию, то, исходя из логики, американский рынок должен был бы на сегодняшний день в полной мере стать «эффективным рынком». Он считался наиболее развитым финансовым рынком и до того, как появились первые исследования на тему иррациональности инвестора. Более того, с формированием разрозненных исследований в единую систему, которая достигла уже очень многого в выявлении частных неэффективностей на рынке ценных бумаг, американский фондовый рынок должен был бы избежать и предвидеть наступление кризиса «высокотехнологичных» компаний и ипотечного кризиса. Но этого не

произошло, и, следовательно, рыночная система как функционировала без высокой степени влияния поведенческого подхода, так и продолжает функционировать в том же ключе и сегодня.

Соответственно, ближе к истине вариант второй, из которого следует, что только при условии наличия высокоразвитого рынка могут появиться сторонние исследования и теории, какими для США стали исследования поведения инвестора на рынке.

За короткую историю своего существования, российский фондовый рынок успел пережить многое. Если брать временной промежуток после кризиса 1998 года, то налицо улучшение инфраструктуры рынка, развитие законодательной базы, диверсификация продуктовых решений для инвесторов, то есть налицо постоянное развитие. Достаточно ли «процесса развития» для интегрирования поведенческого блока знаний в российскую практику, или же нужна «развитость»? Какие факторы могут препятствовать востребованности когнитивного подхода в России? И как следует к нему относиться?

В-первую очередь, необходимо вспомнить данные приложения 10 и 11, в которых отражены сроки держания бумаг в портфеле инвестиционных фондов США и акций NYSE. Длина этого срока в среднем составляющая 20 и 8 лет соответственно дает примерную картину общей долгосрочности фондового рынка на момент появления первых исследований поведенческого подхода. Несмотря на то, что в дальнейшем сроки эти постепенно уменьшались, необходимая для развития нового направления в финансовой науке долгосрочность сохранялась, что и позволило выявить и систематизировать многие примеры когнитивных отклонений, а также разработать модели гендерного инвестирования и теорию овертрейдинга. Как теоретическая модель, поведенческий подход в США функционировал очень эффективно, то есть все теоретические послышки ученых-бихевиористов по прошествии определенного времени можно было подтвердить эмпирическими данными.

В этом отношении российский фондовый рынок на данный момент системно не подходит для адаптации поведенческих знаний к ситуации на практике. Как главный фактор, определяющий такое положение дел, можно отметить ту же долгосрочность. Российские участники фондового рынка в основном оперируют на временных промежутках до одного года, то есть чрезвычайно краткосрочно. За это время изменения в цене инструмента будут в большей мере зависеть от:

- 1) шумовой информации
- 2) ситуации на зарубежных рынках
- 3) рыночных спекуляций.

Естественно, что инвестирование в инструмент, движение которого в большей мере определяется вышеприведенными факторами, нежели фундаментальными факторами, никак в поведенческих финансах не определено. Более того, абсолютно все работы этого подхода заточены в силу исторического развития фондового рынка США, под инвестиционный, а не спекулятивный характер рынка.

Следующим немаловажным фактором для возможной адаптации поведенческих финансов становится задействованность населения на фондовом рынке. На этом этапе можно видеть взаимосвязи описываемых факторов. Высокая рисковость, свойственная российскому фондовому рынку, не всегда сопровождается высокой доходностью. Соответственно, это отражается на степени желания населения осуществлять инвестирование своих средств в ценные бумаги. Вдобавок к этому, на текущий момент не создана система налогового поощрения долгосрочных инвестиций.

Индивидуум- наиболее удобный для рассмотрения объект для поведенческого подхода. Большое количество активно инвестирующих домохозяйств в США и их заинтересованности в сохранении, в первую очередь, своих накоплений, и только во вторую, с получением максимального финансового результата- одна из главных причин стабильно неэластичной востребованности поведенческих финансов в США, в итоге,

меньшее количество индивидуальных инвесторов приведет к меньшей востребованности когнитивных финансов на рынке. О причинах, по которым компаниям затруднительно применять поведенческие наработки упоминалось выше.

Как итог, на текущий момент в переложении американского опыта поведенческих исследований на российскую практику смысла нет. Для этого направлению не хватает «инструкции по применению», непригодность поведенческого подхода на краткосрочных временных периодах, доминирующих на российском фондовом рынке, и недостаточная диверсификация групп населения, принимающих участие в инвестиционном процессе практически сводит на «нет» всю полезность поведенческого подхода. К сожалению, перед российским фондовым рынком стоят проблемы куда более серьезные и требующие скорейшего исправления, нежели адаптация западного опыта, среди которых можно отметить и законодательные, и регулятивные, и налоговые проблемы, фрагментированность, информационную инфраструктуру, проблему иностранного присутствия, общий спекулятивный характер рынка. До тех пор, пока часть из этих проблем не перестанет стоять так остро, как на сегодняшний день, поведенческие финансы для российского фондового рынка- не более чем занимательный комплекс знаний.

Заключение

За свою немногим более чем полувековую историю, поведенческие финансы заняли прочное место в современной финансовой науке. Сотни эмпирических и теоретических исследований, которые выявили, систематизировали и подробно описали всевозможные проявления иррациональности при генерировании доказали право на существование микро-подхода к анализу финансовой деятельности, и не считаться с ними уже нельзя.

Обладая разветвленной теоретической базой, подкрепленной сотнями и сотнями исследований, поведенческие финансы на сегодняшний день не могут считаться самостоятельным направлением финансовой мысли. Они идеально вписываются в уже существующую концепцию финансового пространства, выявляя погрешности и иррациональности, которые можно устранить на уровне инвестора.

Более того, можно сказать, что поведенческие финансы - явление, по своему, уникальное. Это обусловлено тем, что развиться и оформиться в цельное течение финансовая психология смогла только на одном рынке, рынке США. Дело даже не в том, что аналогичные работы не публикуются и не распространяются в других странах, а в том, что реальную ценность поведенческий подход имеет только на рынке США, и, в перспективе, будет иметь на рынках, которые приблизятся по своим качественным и количественным характеристикам к рынку США.

Работы и исследования в области поведенческих финансов продолжают появляться каждый год, крепнет математическая база подхода, выявляются все новые и новые особенности и закономерности влияния индивидуальности и личности конкретного участника рынка на инвестиционный процесс. Главный вопрос в этой связи, как долго будет продолжаться дальнейшее развитие поведенческого подхода? Будет ли

когда-либо это развитие отражено в более-менее существенном изменении текущего алгоритма принятия инвестиционных решений? Если развитие поведенческих финансов будет продолжаться, то, скорее всего, в определенный момент перед теоретиками и практиками финансового мира встанет необходимость каким-либо образом интегрировать когнитивные финансы в свою деятельность, дополнять базовую учебную литературу наработками поведенческих финансов.

Если же нет, то ценность поведенческих финансов уже не уменьшится. Настолько обширная эмпирическая и теоретическая база может послужить весомым подспорьем для финансового образования и выработки финансового сознания инвестора. Весь вопрос, опять же, упирается в проблему отношения к поведенческим финансам, того, чего ожидают от этого комплекса знаний. Если цель - получить повышенные доходности, то нужно пересмотреть инвестиционный портфель, и увеличить долю высокорисковых бумаг. Если же цель - эффективное вложение средств с минимальным риском, долгосрочное инвестирование, то многочисленные публикации на тему долгосрочного инвестирования при максимальном избегании иррациональности дадут полезные рекомендации и принципы, по которым стоит формировать портфель.

Для российской действительности широкое распространение поведенческих финансов - отдаленное будущее, которое настанет после урегулирования проблем, свойственных рынку в целом. Но и сейчас многочисленные труды, статьи, публикации и теории ученых - бихевиористов могут представлять собой ценность для участников нашего фондового рынка. Они формируют особое сознание, сознание зрелого инвестора, а не спекулянта. Многие теоретики упрекают поведенческие финансы в том, что они указывают на то, что нельзя делать, не давая взамен никаких инструкций относительно дальнейшей инвестиционной деятельности, не обращая внимания на то, что в реалиях фондового рынка

советы относительно нежелательных действий инвестора сами по себе имеют большую ценность.

В итоге, поведенческие финансы и через полвека после зарождения имеют неопределенный статус. «Кодекс инвестирования», практические наблюдения, масштабные теории, модели ценообразования – все это совмещено в поведенческих финансах. Автор надеется, что появление подобного течения в финансовой мысли именно на американском фондовом рынке- это «первая ласточка», и в дальнейшем акцент в изучении финансового пространства будет на макро-уровне будет смещаться в сторону до сих пор до конца не изученной степени воздействия человека на финансовую действительность.

Список использованной литературы

I. Монографии.

1. Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг. М.: Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2007,- 404 с.
2. Бэрнхэм Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках/Т. Бэрнхэм; [пер. с англ. А.Ю. Заякина]. – М.: Эксмо, 2008. – 400с.
3. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 264.
4. Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
5. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. – М.: Дело, 2004 г.- 272 с.
6. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1028 с.

II. Статьи из периодической литературы.

1. Интервью с генеральным директором ММВБ Алексеем Рыбниковым. Главное- определиться с будущей моделью развития рынка// РЦБ № 23(350) 2007, стр. 12-16.
2. Евгений Сигал, Антон Попов, Сергей Рябов, Николай Чеховский. Маркс возвращается// РБК № 5, 2008, стр. 38-50.
3. Миркин Яков. Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость.// РЦБ №23 (350) 2007, стр. 56-62.

III. Англоязычная литература.

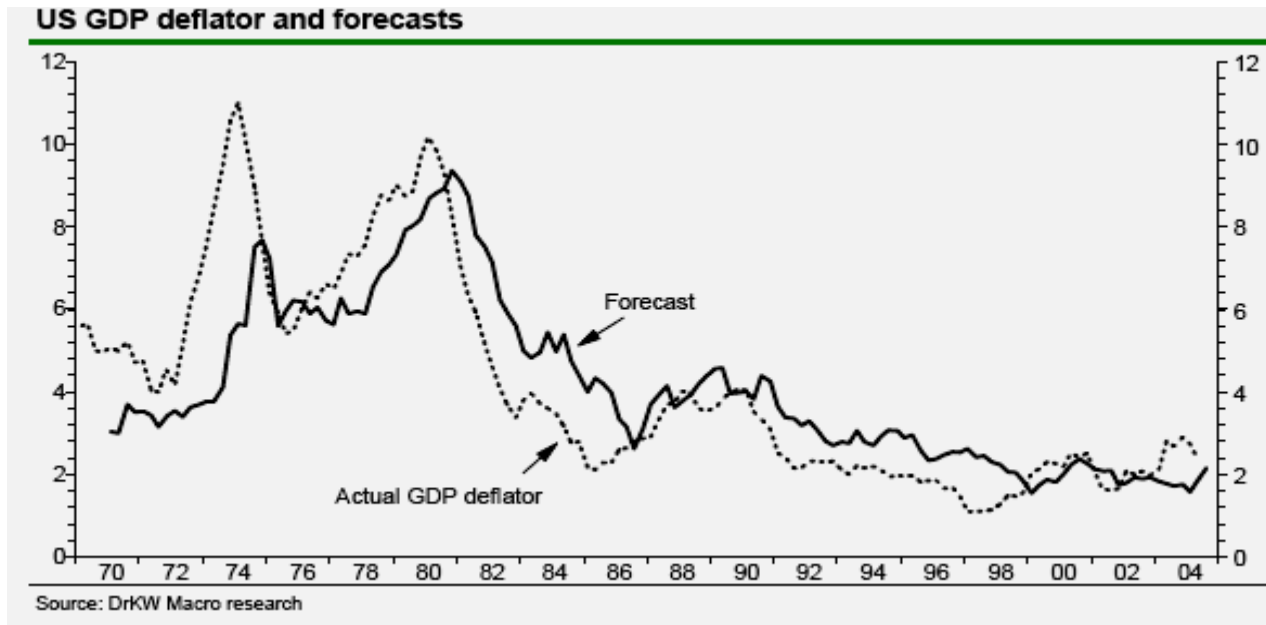
1. ALLOY, L.B. and L.Y. ABRAMSON, 1982. [Learned helplessness, depression, and the illusion of control](#). *Journal of Personality and Social Psychology*
2. BARBERIS, Nicholas C., and Richard H. THALER, 2003. [A survey of behavioral finance](#). In: George M. CONSTANTINIDES, Milton HARRIS, and René M. STULZ, eds. *Handbook of the Economics of Finance: Volume 1B, Financial Markets and Asset Pricing*. Elsevier North Holland, Chapter 18, pp. 1053–1128
3. BLACK, F., 1986. [Noise](#). *Journal of Finance*
4. CARHART, M.M., 1997. [On persistence in mutual fund performance](#). *Journal of Finance*
5. DANIEL, K. and T. AMOS, 1979. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*
6. De BONDT, Werner F. M., and Richard THALER, 1985. [Does the stock market overreact?](#) *The Journal of Finance*, **40**(3), 793–805
7. DELONG, J.B., *et al.*, 1988. [Noise trader risk in financial markets](#)
8. D'AVENI, R.A., 1989. [Dependability and Organizational Bankruptcy: An Application of Agency and Prospect Theory](#). *Management Science*
9. FAMA, Eugene F., 1998. [Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance](#). *Journal of Financial Economics*, **49**(3), 283–306
10. GLASER, M. and M. WEBER, 2003. [Overconfidence and trading volume](#)
11. GUY, R.K., 1988. [The Strong Law of Small Numbers](#). *The American Mathematical Monthly*
12. HAAS, J., 2002. [Way of Wonder: A Return to the Mystery of Ourselves](#)
13. HOCHMAN, J., 1984. [Iatrogenic symptoms associated with a therapy cult: Examination of an extinct "new psychotherapy"](#) *Psychiatry*

14. HISAMITSU, T., Y. NIWA and J. TSUJII, 2000. A method of measuring term representativeness: baseline method using co-occurrence distribution
15. KAHNEMAN, D. and A. TVERSKY, 1977. Prospect Theory. An Analysis of Decision Making Under Risk.
16. KUKLINSKI, J.H., 1978. Representativeness and Elections: A Policy Analysis. The American Political Science Review
17. KIRCHLER, E., B. MACIEJOVSKY and M. WEBER, Irrelevant Information, Framing Effects, and Market Behavior-An Experimental Analysis-
18. LANGER, E.J. and J. ROTH, 1974. The illusion of control.
19. LANGER, E.J. and J. ROTH, 1975. Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes Journal of Personality and Social Psychology.
20. RABIN, M., 2002. INFERENCE BY BELIEVERS IN THE LAW OF SMALL NUMBERS. Technology.
21. SHEFRIN, H. and M. STATMAN, 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. The Journal of Finance
22. SINHA, T., 1994. Prospect theory and the risk return association: Another look. Journal of Economic Behavior and Organization
23. THALER, R.H., et al., 1997. The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. The Quarterly Journal of Economics
24. TVERSKY, A. and D. KAHNEMAN, 1971. Belief in the law of small numbers. Psychological Bulletin
25. TVERSKY, A. and D. KAHNEMAN, 1972. Subjective probability: A judgment of representativeness. Cognitive Psychology
26. TVERSKY, A. and D. KAHNEMAN, 1983. Probability, representativeness, and the conjunction fallacy. Psychological Review

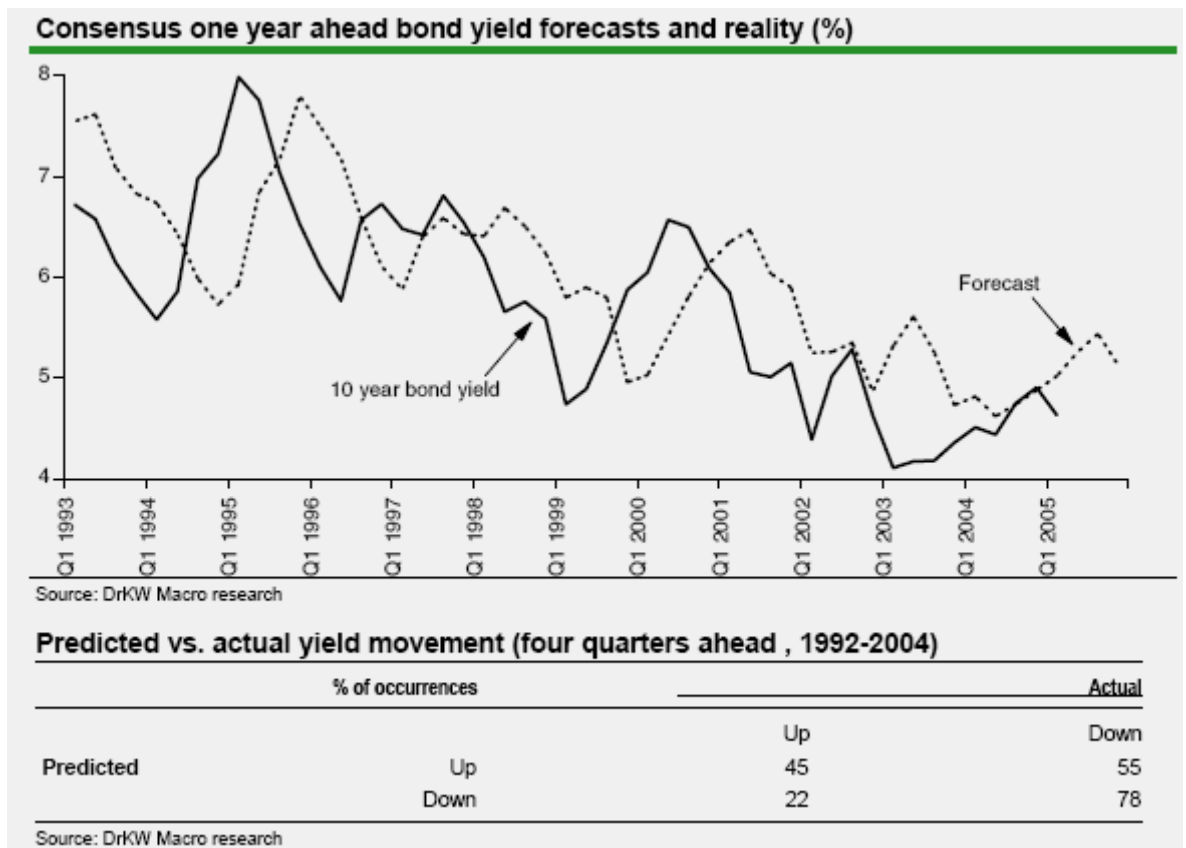
27. TVERSKY, A. and D. KAHNEMAN, 2000. Choices, Values, and Frames. Psychological Review

Приложения.

Приложение 1. Дефлятор ВВП.

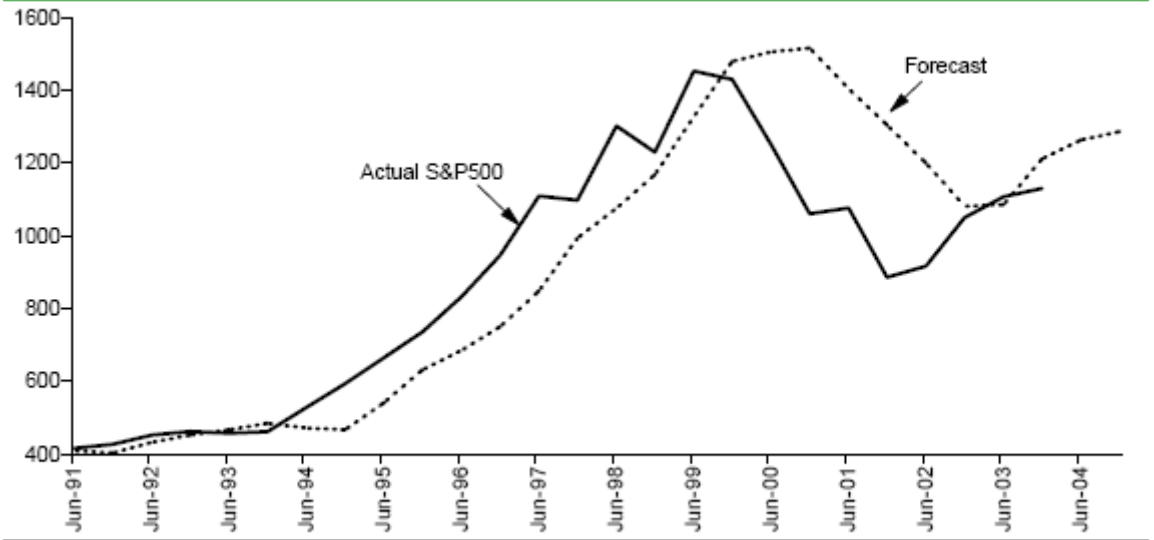


Приложение 2. Прогноз доходности 10-летней бумаги.



Приложение 3. Прогноз уровня индекса S&P500

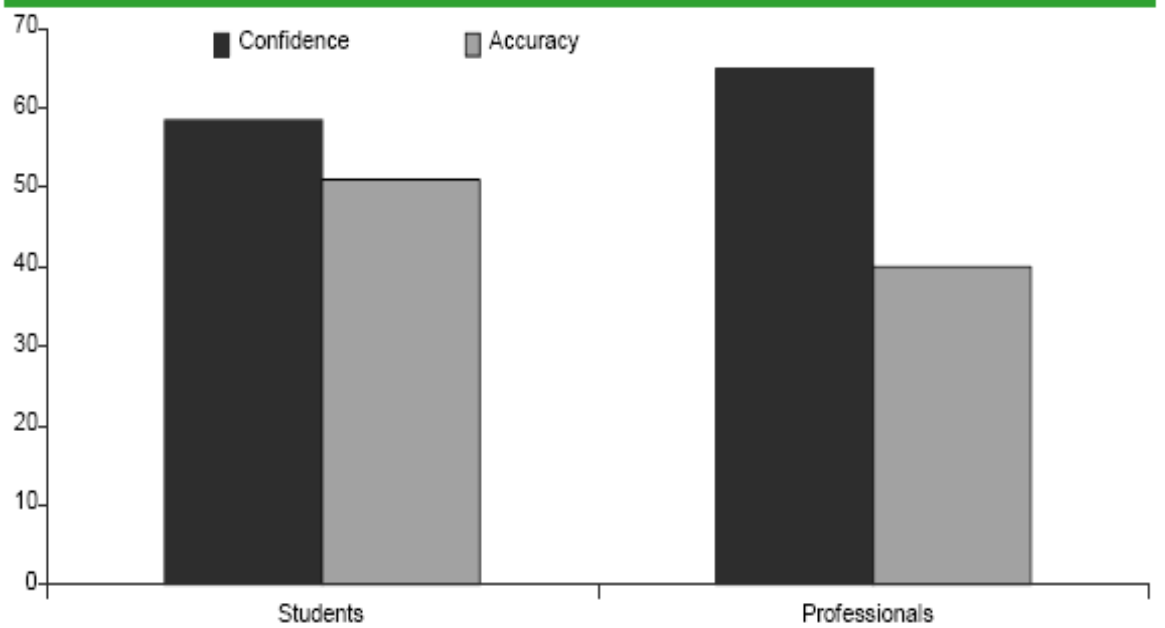
S&P500 and forecasts



Source: DrKW Macro research

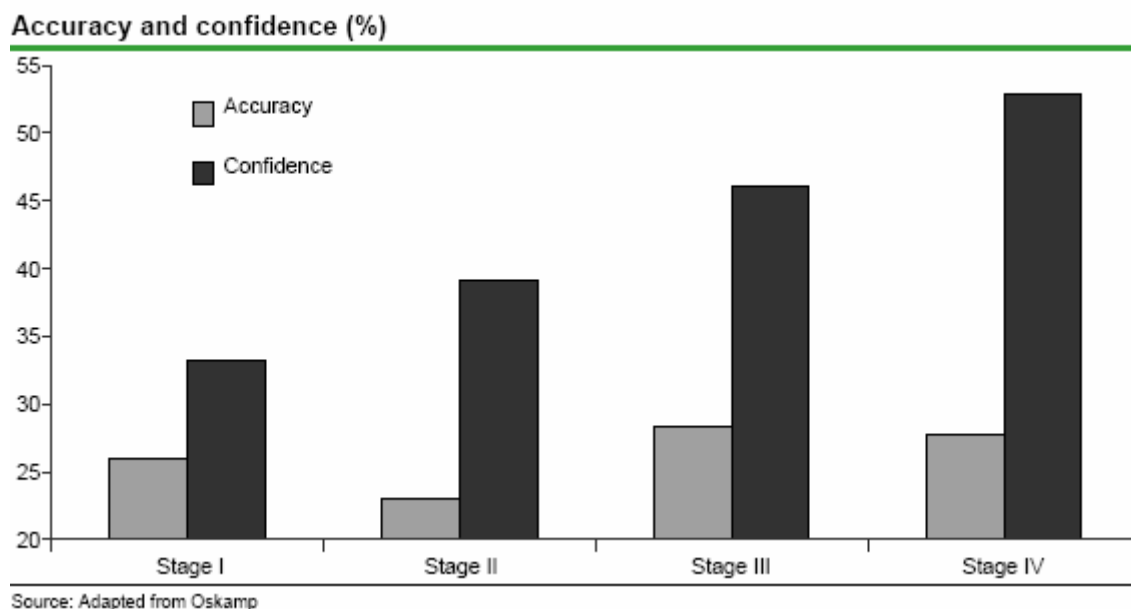
Приложение 4. Качество выбора бумаг студентами и профессионалами

Average Accuracy and confidence on stock selection (%)

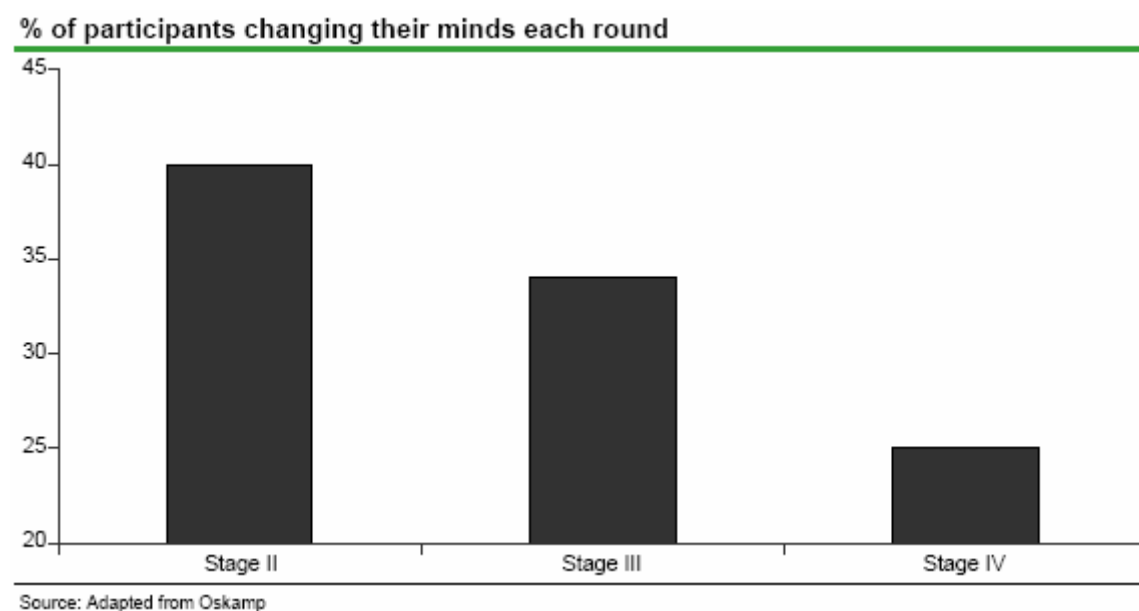


Source: Torngren and Montgomery (2004)

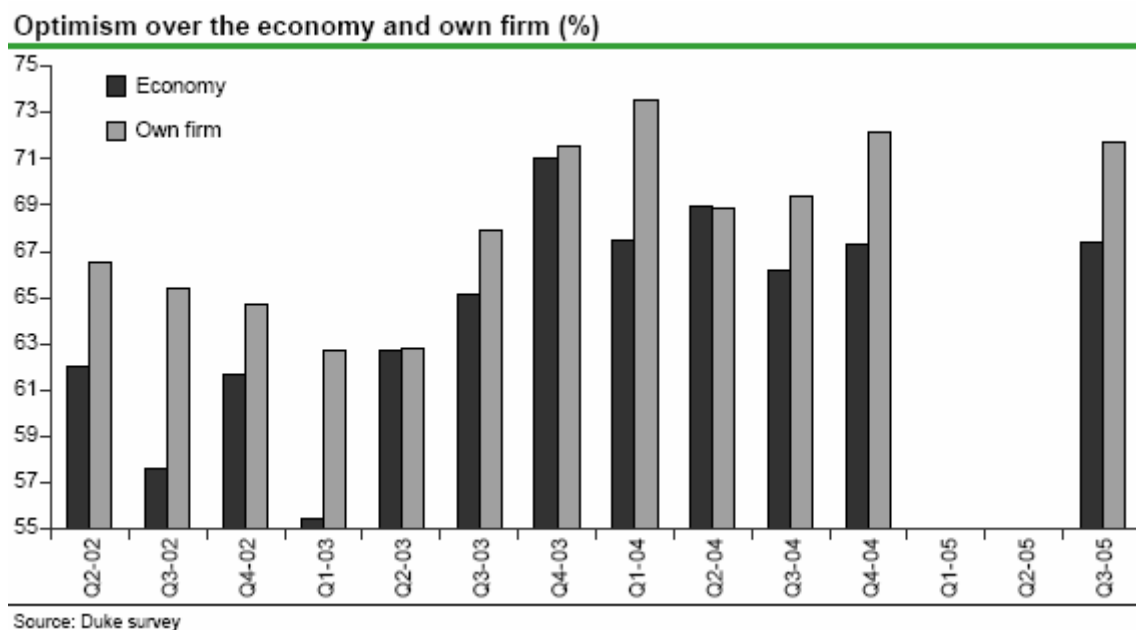
Приложение 5. Возрастание уверенности по мере увеличения количества доступной информации.



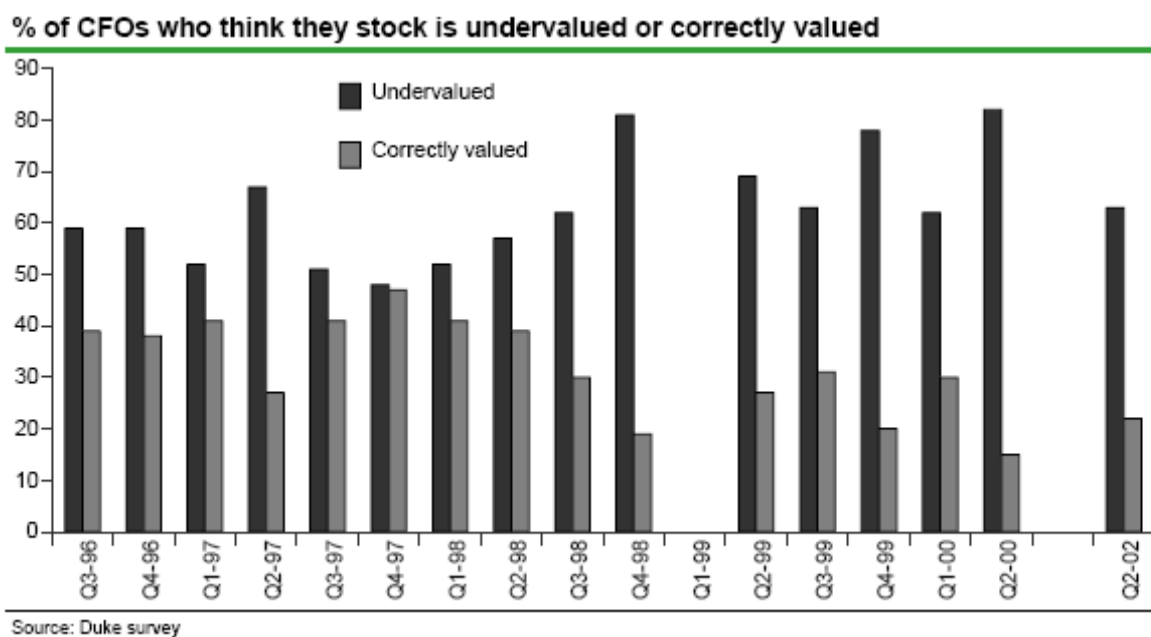
Приложение 6. Доля меняющих свое мнение экспертов при получении дополнительной информации.



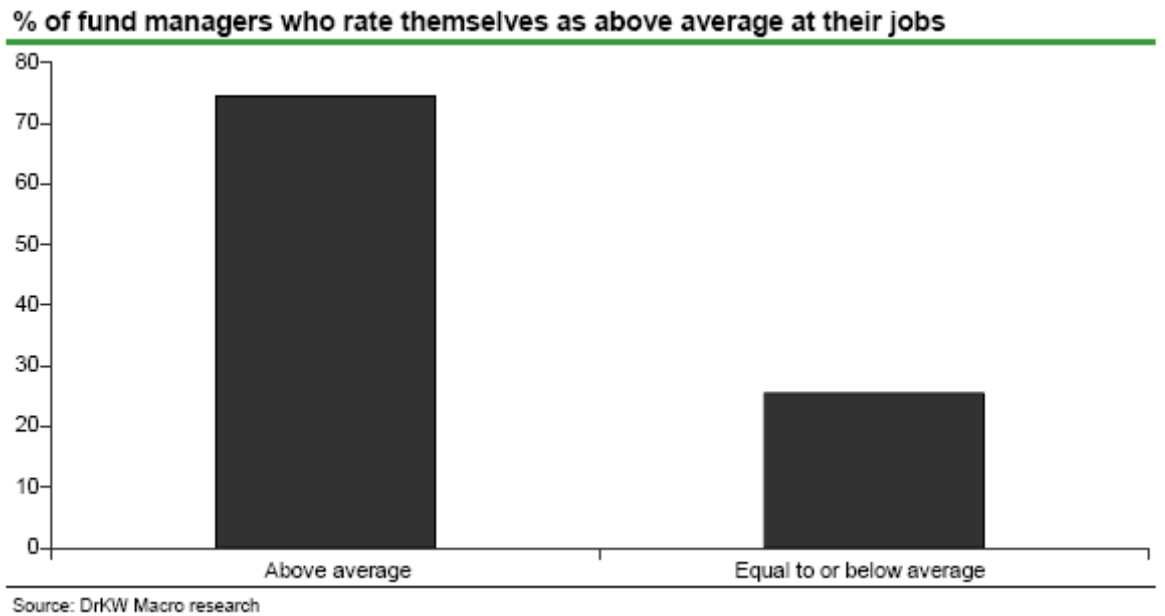
Приложение 7 Оценка менеджерами возможностей компании по сравнению с рынком.



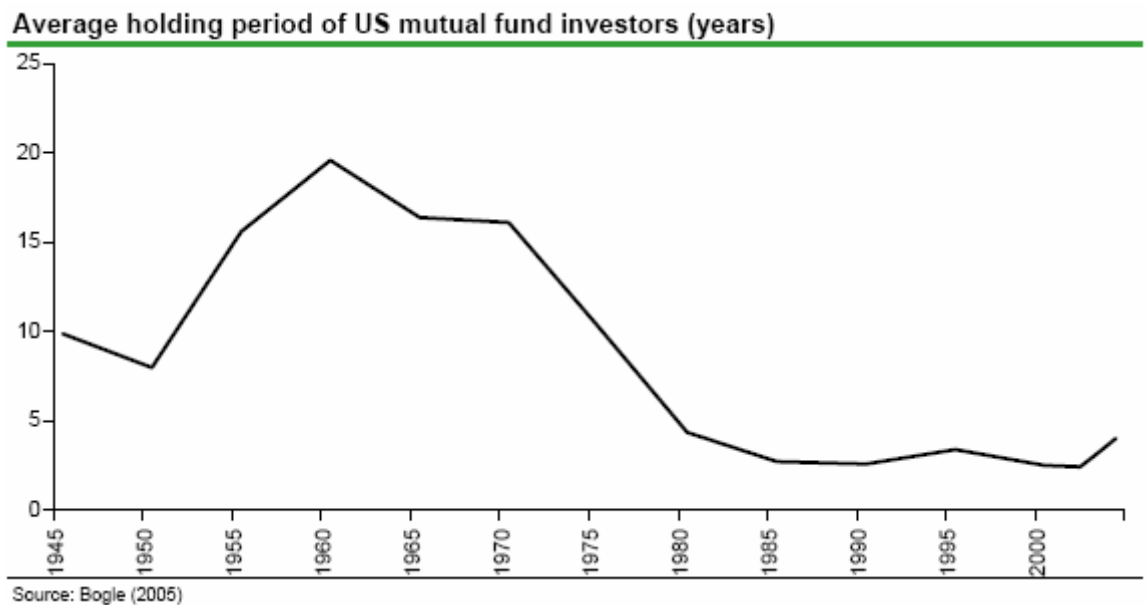
Приложение 8. Оценка/недооценка собственной компании по представлению менеджеров.



Приложение 9. Самооценка менеджеров относительно среднего уровня профессионализма.



Приложение 10. Средний срок держания бумаг фондами в США.



Приложение 11. Средний срок держания бумаг, котируемых на Нью-Йоркской Фондовой бирже.

