В. П. Иваницкий Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация

В. А. Татьянников Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация

Рациональный и иррациональный подходы в сделках инвесторов на финансовых рынках

Аннотация. В условиях повышенной волатильности финансовых рынков баланс в противоречиях между рациональным и иррациональным подходами в сделках инвесторов склоняется в пользу поведенческой составляющей. Однако нестабильность финансовых рынков ставит под сомнение справедливость одного из основных целевых показателей рыночной экономики – ценообразования активов. В работе исследуются две противоположные теории поведения инвесторов на финансовых и товарных рынках. Рациональное поведение инвесторов авторы связывают с базовыми теориями количественных финансов, иррациональные действия – с разновидностью поведенческих финансов. Методологический фундамент исследования включает классические теории оценки активов и современные теории финансов с доминирующей ролью психологии в монетарной модели развития экономики. Методика исследования основана на анализе и сравнении уровней «рыночной неопределенности» и «эффективности рынков», детализации и обобщении негативного влияния когнитивной психологии на формирование цен в условиях существующей информационной асимметрии на финансовых рынках. Результаты исследования имеют теоретическую и практическую значимость, могут быть использованы как при разработке и реализации мероприятий в сфере регулирования финансового (фондового) рынка, так и при анализе причин низкой активности населения России в инвестиционном процессе.

Ключевые слова: теории оценки активов; гипотеза эффективного рынка; рациональное поведение инвесторов; рыночная неопределенность; экономический агент; информационная асимметрия.

Для цитирования: Иваницкий В. П., Татьянников В. А. (2019). Рациональный и иррациональный подходы в сделках инвесторов на финансовых рынках // Journal of New Economy. Т. 20, № 5. С. 61–74. DOI: 10.29141/2658-5081-2019-20-5-4

Дата поступления: 19 июня 2019 г.

Введение

Вся история классической и ранней неоклассической теории финансов, фундаментом для исследования которой был промышленный капитал с ее количественными финансовыми теориями, вошла в противоречие со своими постулатами в эпоху спекулятивного капитала, составляющего фундамент потребительского общества.

Целью исследования является сравнение теорий поведенческих финансов, основами которых являются психологические факторы ценообразования на финансовые активы, и теорий количественных оценок финансовых активов.

В ходе исследования решены задачи, подтверждающие гипотезу эффективных финансовых рынков и преобладающие рациональные действия инвесторов на них.

Необходимо признать, что остановка в развитии количественной (математической) теории финансов в ее классическом направлении произошла в конце XX в. В последние 20–30 лет развитие получили современные теории поведенческих финансов. Это достаточно узкие ответвления монетарной политики, основанные на воздействии, в частности, когнитивной психологии на спрос и предложение денег или шире – финансовых активов.

Множество разновидностей поведенческих финансов – это объяснение невозможности выявить общие закономерности современных финансов, это теоретико-игровая трактовка индивидуальных, часто неповторимых, действий экономических агентов на финансовом рынке. Выделить особенные характеристики поведения экономических агентов можно, но систематизировать их и предложить стройную оцифрованную теорию в виде постулатов, закономерностей, математических моделей – задача нереальная.

Подчеркнем, что неоклассическое математико-ориентированное направление финансов при всей своей уязвимости продолжает занимать лидирующие позиции в системе экономических учений. Время отказа от математических моделей и постулатов в обозримом будущем не придет, горизонт действия и создания новых теорий количественных финансов, базирующихся на рациональном поведении экономических агентов, особенно на финансовом (фондовом) рынке, будет оставаться широким.

Опираясь на классические теории ценообразования активов, фундаментом которых является рациональное поведение всех участников рынка, можно строить долгосрочную финансовую политику для хозяйствующих субъектов, в том числе в России. Такой подход не только позволяет обеспечить эффективную работу компаниям (предприятиям), но и является основой для поддержания экономического роста в стране.

Ю. Фама, Л. П. Хансен и Р. Шиллер исследовали инструментарий для разработки эффективных инвестиционных стратегий и минимизации инвестиционных рисков [Fama, 1969], в которых гипотеза эффективных рынков признана базовой. Признание их в 2013 г. лауреатами Нобелевской премии подтверждает, что их исследования природы рационального поведения экономических агентов являются полезными, как с теоретической, так и с практической точек зрения. В этой связи Нобелевская премия 2017 г. по экономике, присужденная Р. Талеру за изучение экономического поведения [Thaler, 2017] и роли психологии в экономике, смещает акценты в сторону поведенческих финансов, что не приближает общество к поиску новых количественных моделей, способствующих выходу на траекторию экономического роста мировой экономики.

Теоретические аспекты рационального и иррационального поведения инвесторов на финансовых рынках

Классическая теория финансов исследует систему взаимоотношений, возникающих при трансформации государственных и публичных финансов. Это отличает ее от более позднего направления, которое получило название неоклассической теории финансов и в основу которой встроено исследование деятельности частного сектора на рынках капиталов.

Важность рынка капиталов незыблема, поиск новых финансовых инструментов, способы их ценообразования и эффективности применения остаются приоритетными. Характеристики финансовых инструментов меняются во времени, зависят от воздействия факторов неопределенности и последующего развития событий на рынках [Итуэлл, Милгейт, Ньюмен, Энтов (ред.), 2008, с. 15]. Речь идет об основных характеристиках финансовых инструментов – риск/доходность/ликвидность.

Приведем краткую эволюцию поведения человека (экономического агента) на финансовых рынках.

Наиболее важным выводом из работ А. Смита является то, что человек постоянно стремится отыскать самое прибыльное вложение капитала из всех возможных для него вариантов в сложившихся условиях [Smith, 2012, с. 25].

Дж. С. Миль рассматривал модель поведения человека как воплощение инструменталистского определения рациональности его действий, принятие экономического решения связано с оценкой эффективности альтернативных средств достижения цели (см.: [Блауг, 2004, с. 59]).

Математические модели Л. Вальраса подтверждают, что субъект всегда рационален в силу максимизации им предельной полезности при удовлетворении своих потребностей (см.: [Селищев, 2002, с. 123]).

А. Маршалл подходит к экономическому субъекту как к рациональному максимизатору (см.: [Радаев, 1997, с. 184]).

У. Шарп объясняет соотношение «дохода-вариабельности», его модель оценки стоимости активов (САРМ) позволяет рассчитать ожидаемую доходность портфеля [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 274].

При исследовании систематического риска, связанного с формированием и управлением портфелем ценных бумаг, была выведена зависимость риска портфеля от бета-коэффициента (коэффициента риска) [Markowitz, 1952, p. 77–91].

Опираясь на исследования ученых, обосновавших свои результаты в условиях доминирования количественных теорий финансов, можно сделать предварительный вывод: все они придерживались теории рационального поведения экономического агента на рынках, корректируя ее некоторой имеющей место ограниченной иррациональностью.

Поиск оптимального соотношения рационального и иррационального в действиях инвесторов на финансовых рынках будет бесконечным. Большинство ученых ищет ответ в области совершенствования количественной теории финансов [Орехов, 2009, с. 57]. Действительно, человек обладает неполной информацией, и для ее получения требуются издержки, оценка альтернативы. Иррациональность справедливо рассматривается как случайное событие, ибо любой экономический агент стремится максимально эффективно достичь свои рациональные цели.

Таким образом, фундамент, объединяющий все теории количественных финансов, в большей или меньшей степени создается на «гипотезе эффективных рынков» [Fama, 2019].

Подходы в исследовании ограниченной рациональности разработали американские ученые. Снижение демонстрируемой рациональности лежит в основе их научных трудов [Kahneman, Tversky, 1979]. Систематическое наблюдение результатов влияния иррациональности на результаты деятельности инвесторов и менеджеров привело к необходимости включения данных отклонений в программу исследования.

Воздействие на рынок экономических агентов (институциональных и частных инвесторов) лежит в основе поведенческих финансов. Теория «шумовой торговли» делит трейдеров на «информационных», торгующих с прибылью, и «шумовых», терпящих убытки. Она связана с обработкой информации. Теория «оптимистического искажения» показывает, что люди по-разному могут оценивать один и тот же объект в зависимости от того, находится он в их собственности или нет. Феномен «обладания» – это не закрывать убыточные позиции. Поведение, связанное с «отвращением к убыткам», – это нежелание фиксировать отрицательный результат. Эффект «консерватизма» заключается в предпочтении оставаться при своем старом мнении, невзирая

на поступление новой информации. Эффект контекста и многие подобные жизненные ситуации, связанные с психологией поведения, могут быть основой очередной теории. Выше перечислены лишь некоторые теории поведенческих финансов ученых с мировым именем.

По мнению ряда российских авторов, поведенческие финансы являются областью неоклассической экономической теории, которая соотносит результаты своих исследований с теорией финансов, инвестиций и финансовых рынков, корпоративными финансами [Федотова и др., 2009, с. 115]. Однако большинство ученых придерживаются достаточно четкого разграничения количественных и поведенческих финансов.

Поведенческие финансы – направление финансовой теории, предметом исследования и моделирования которых является иррациональная составляющая принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности [Горецкая, 2014, с. 29].

Поведенческие финансы в большей степени ассоциируются с поведением частного инвестора, подавляющее большинство частных инвесторов подразумевает априорную рациональность действий участников экономических отношений.

В деятельности институциональных инвесторов, если исходить из принципа построения бизнеса, не может доминировать иррациональная составляющая. Все цели инвесторов, связанные с хеджированием рисков (страхованием от неблагоприятного движения цен на имеющиеся активы или будущие приобретения), могут быть достигнуты только рациональными действиями, в том числе защитой от иррациональности действий других экономических агентов. Таким образом, хеджирование рисков на финансовых рынках может основываться только на количественной теории финансов, когда рыночный риск сводится к нулю в связи с открытием на срочном рынке такой позиции, которая противоположна по направлению кассовой позиции (фьючерсный контракт) или защищает от убытка соответствующим опционным контрактом.

Необходимо учитывать и то, что инвесторы, стремящиеся извлечь выгоду из временной неэффективности рынка, своими действиями будут вызывать сокращение неэффективности [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 110]. Защищая свою теорию оценки стоимости активов, У. Шарп совершенно с других позиций, нежели представители теории поведенческих финансов, подходит к обоснованию воздействия когнитивной психологии на принятие экономических решений. Инвесторы действуют рационально, институциональные инвесторы (сотрудники) стимулируются за последовательный и рациональный выбор инвестиций. Безусловно, учет когнитивной психологии необходим. Именно страх и жадность ломают рациональное поведение. В этом суть когнитивной психологии – проявление эффектов контекста [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 157].

У. Шарп учитывает когнитивную психологию, но попытки интегрировать предпосылки о полной и ограниченной рациональности экономического субъекта в своеобразную гибридную модель поведения экономического агента, в которой сосуществуют разные измерения проявлений рациональности в зависимости от качественных характеристик ситуации выбора и поведения контрагентов, не состоятельны. Для финансового рынка создать такую модель в современных условиях практически невозможно. Сама иррациональная составляющая в деятельности экономического агента ставит под сомнение функционирование гибридной модели.

Исследования лауреатов Нобелевской премии 2013 г. в области экономики (Ю. Фама, Л. Хансен и Р. Шиллер) подтвердили, что потенциальному инвестору необходим инструментарий для разработки эффективных инвестиционных стратегий и минимизации инвестиционных рисков в условиях эффективных рынков.

Теория «умственных» счетов [Thaler, 2017] отдаляет нас от выявления общих закономерностей развития экономики и финансов в современных условиях. Она порождает множество индивидуальных, частных решений. Относительно конкретного экономического агента это оправданно. Однако такой подход может объяснить только сиюминутное положение, а также то, что было в прошлом, но не дает видения будущего. Происходящий в мире возврат к повышению статуса национальных экономик – это шаг назад, ответ на то, что нет точного представления о характере развития мировой экономики за горизонтом завершения этапа ее глобализации: «Наступило время осмысления современных финансов, поиска ответа – не тормозят ли их теории развитие мировой экономики» [Иваницкий, Татьянников, 2018, с. 1157].

Анализ рационального и иррационального подходов инвесторов к сделкам на фондовых рынках

Фундаментом количественной теории финансов является эффективный рынок, т. е. рынок совершенной конкуренции экономических агентов, который предполагает: сговора между покупателями (как и между продавцами) не будет, издержки будут минимизированы, круг участников будет достаточно широким и каждый из них получит равный и свободный доступ к имеющейся информации. При этих условиях цена будет отражать ее стоимость. Для построения моделей поведения инвесторов представленные выше допущения являются необходимыми, но практика вносит коррективы. Е. Ф. Авдокушин и В. С. Сизов [2015, с. 9] утверждают, что в настоящее время нарушается принцип совершенной конкуренции на глобальных рынках, появляется новая диктатура – диктатура глобальных рынков.

Никто не отменял закон больших чисел, действующий на рынках совершенной конкуренции, который не позволяет его участникам (число которых предельно большое) получить экономическую выгоду по причине того, что операции (сделки) каждого экономического агента чрезмерно малы по объему в сравнении с совокупным спросом и предложением на рынках. Именно такой подход предполагает сделать единственный вывод, что цены на рынках справедливые, а действия всех экономических агентов рациональные [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 108].

Методологические подходы рационального и иррационального поведения инвесторов базируются на количественных и поведенческих финансах. Количественные финансы с ее базовой моделью оценки активов характеризуют этап капитализма в развитии общества, где доминировал промышленный (производительный) капитал. Иррациональное поведение наиболее ярко проявляется в эпоху постиндустриального общества, так называемого потребительского общества с доминированием спекулятивного капитала, чрезмерная волатильность которого напрямую связана с особенностями монетарной политики.

Соотношение двух подходов в философии финансов требует детального исследования и сравнения системы принципов организации не только теории, но и практики применения. С позиции потребителя услуг, товаров объяснение поведенческого подхода вполне оправдано и наглядно видно в потребительском обществе. Необходимо особо отметить, что Шарп У. в своем фундаментальном труде «Инвестиции» приводит множество примеров поведенческих финансов, объясняя когнитивную психологию эффектом контекста [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 158]. Вместе с тем У. Шарп положил в основу своих исследований теорию оценки рискованных активов (в частности, ценных бумаг), которая базируется на предположении существования рациональных инвесторов, чья реакция на возможность получить прибыль или потерпеть

убыток предсказуема. Инвесторы оценивают потенциальные инвестиции на основе ожидаемых исходов, вычисленных на основании оценок вероятностей распределений доходностей данных инвестиций. Кроме того, принимается допущение, что в оценках инвесторов нет систематических ошибок по отношению к «истинному» распределению вероятностей. Нормальное распределение служит по меньшей мере хорошим приближением для реального (истинного) распределения. То есть при изучении потенциальных инвестиций инвесторы не совершают постоянных ошибок в направлении их переоценки или недооценки.

Если подобные предположения относительно рациональности применимы к индивидуальным инвесторам, то можно полагать, что они тем более применимы в отношении действий институциональных инвесторов. Справедливо предполагать, что, решая проблемы управления портфелем ценных бумаг, институциональные инвесторы опираются на мощные аналитические ресурсы для выявления справедливой стоимости актива. Более того, все структуры институциональных инвесторов, ответственные за принятие решений, такие, как профессиональный персонал всех уровней, системы оценки достигнутых результатов, призваны стимулировать последовательный и рациональный выбор инвестиций.

Противоположная точка зрения на то, что инвесторы могут реагировать на рискованный выбор не совсем рациональным образом, обязательно присутствует в реальной практике. В этой части нужно согласиться с таким подходом, т. к. когнитивная психология подталкивает человека к восприятию и вынесению субъективных суждений. В конечном итоге инвесторы не проявляют последовательности в своих действиях, если они поставлены перед экономически эквивалентным выбором, более того, как правило, выбор представлен в существенно различных контекстах (эффекты контекста) [Kahneman, Tversky, 1979, с. 265].

В инвестициях именно эффекты контекста вызывают отклонения от рационального принятия решения. Инвесторы предпочитают более рискованную операцию менее рискованной только в том случае, если ожидаемая доходность более доходной инвестиции превышает доходность менее рискованной. Эта особенность известна как рисковая осторожность [Шарп, Александер, Бейли, 2014, с. 158]. Данное предположение срабатывает в ситуациях, связанных с крупными доходами (прибылями).

Если обратиться к современной алгоритмической торговле на финансовых рынках, в т. ч. с помощью роботизированных устройств, то ответ также будет в плоскости, сводящей к минимуму влияние психологии человека на принятие решений. Создание «роботов» наряду со скоростью принятия решений, снижает роль когнитивной психологии, решает только математические (количественные) задачи по повышению эффективности сделок. Исходные данные роботизированного устройства настроены на извлечение дохода исключительно из количественных характеристик движения цены актива, а роль поведенческих финансов на фондовом рынке в данном случае прикинута. Все аргументы переходят на сторону количественной теории финансов.

С другой стороны, нельзя отрицать, что влияние психологии инвесторов, особенно в моменты резких изменений цен на рынках, ломает все принципы алгоритмической торговли и ведет к убыткам. Но это уже либо проявление кризисных явлений, либо действия, связанные манипулированием цен, которые не подчиняются никаким теориям, в том числе количественным. Следует признать, что именно в период проявления кризисных явлений, поведенческие финансы придают рынкам еще большую волатильность, когда иррациональность действий инвесторов резко возрастает, а страх больших потерь приобретает фатальное значение. Следует учитывать, что действия инвесторов, стремящихся

извлечь выгоду из временной неэффективности рынка, будут вызывать сокращение неэффективности. Следовательно, фондовые рынки все же ближе к эффективным, чем к иррациональным.

Мы неоднократно использовали экономический термин «рыночная неопределенность», связывая в данном исследовании рыночную неопределенность с непреодолимым рыночным риском [Markowitz, 1952, с. 85]. Систематический (рыночный, неустраняемый) риск, выраженный коэффициентом R-квадрат, характеризует долю риска вклада в определенную акцию, вносимую неопределенностью фондового рынка в целом. Речь идет исключительно о рынке рискованных активов (в частности, акций). Систематический (непреодолимый) риск – это составляющая инвестиционного риска, которая присутствует во всех инвестициях в акции и не поддается контролю.

Уровни рыночной неопределенности представлены в табл. 1.

Таблица 1. Уровни рыночной неопределенности фондового рынка

Table 1. Levels of market uncertainty in the stock market

Рыночная неопределенность	R-квадрат
Низкая (нормальная)	0–0,25
Средняя	> 0,25 до 0,50
Повышенная	> 0,50 до 0,75
Чрезмерная	> 0,75

По большинству акций российских эмитентов рыночная неопределенность варьировала в диапазоне 0,6–0,8 в 1997–2000 гг. [Татьянников, 2001, с. 96–97]. За последние три года (2016–2018 гг.) данные показатели находятся в диапазоне 0,2–0,3.

На рынке ценных бумаг рыночная неопределенность тесно связана с появлением у участников новой информации. Авторы рассматривают инвестиционный риск как рыночную неопределенность, скорректированную во времени на полноту информации о происходящих на финансовых (фондовых) рынках событий [Татьянников, 2001, с. 60].

Существующие, по Ю. Фаме, три уровня эффективности рынков в настоящее время вызывают противоречия (табл. 2).

Таблица 2. Уровни эффективности фондового рынка

Table 2. Levels of stock market efficiency

Эффективность рынка	Информация
Слабая	Информация о прежних ценах на активы (динамика курсов финансовых инструментов)
Средняя	Вся общедоступная ежедневная информация о существенных событиях на фондовом рынке
Сильная	Вся информация для общего пользования (в том числе частная), полученная в результате исследований на основе фундаментального и технического анализа, воплощенная в ценах на активы

Из табл. 2 видно, что рынок является эффективным по отношению к определенной информации. Если рынок имеет слабую степень эффективности (weak-form efficiency), то решение о покупке или продаже ценных бумаг принимается на основе динамики курсов за прошедший период (статистический ряд) и, казалось бы, невозможно экономическим агентам получить сверхприбыль. Но даже этот уровень эффективности рынка не соответствует абсолютному и дает повод найти место проявлению когнитивной психологии. Именно психология поведения инвесторов вносит свои коррективы в статистический

ряд, эффективность воздействия усиливается по мере сокращения временного диапазона торговли. Торговля на пятиминутном интервале более подвержена когнитивной психологии, нежели торговля на недельном (месячном) графике.

Еще больше удаляется от абсолютной эффективности ее средняя форма (*semistrong-form efficiency*). В настоящее время общедоступную информацию связывают с существенной информацией у эмитента, в макроэкономике, появление которой привязано к единому регламенту (времени открытия официальной информации).

Сильная степень эффективности рынка (*strong-form efficiency*) на практике вообще трудно реализуема. Маловероятно, что информация, добытая кропотливым трудом аналитических служб институциональных инвесторов, исследованиями частных лиц и представляющая собой фундаментальный анализ активов, будет равнодоступной для всех категорий инвесторов.

В современных условиях институциональные инвесторы могут обладать уникальными информационными технологиями. Это существенно снижает планку эффективности рынков и через использование принципа несимметричности информации придает еще большую волатильность (изменчивость), в первую очередь, финансовому рынку и его инструментам.

Ценообразование, построенное на асимметрии информации, позволяет получить сверхприбыль, что является признаком использования инсайдерской информации и/или манипулирования рынком. Наиболее подробно вопросы информационной асимметрии на финансовых рынках раскрыты авторами [Иваницкий, Татьянников, 2018, с. 1158–1159].

В основе торговли финансовыми активами лежит поступление новой информации, которая движет цены [Sewell, 2012, с. 165]. Порой это выглядит несколько абсурдно. Если новой информации нет, то ее надо придумать из постоянно поддерживаемой нестабильности финансовых рынков, макроэкономических показателей. В этом кроется опасность текущего момента. Ведение информационных «войн» подрывает основы любых рынков. Представляет интерес суждение В. Д. Миловидова [2013, с. 46]: «...финансовый рынок и есть, по сути, рынок информации, где оценивается степень ее полноты (риск) и степень достоверности (неопределенность)». Безусловно, неопределенность связана с появлением новой информации, но неопределенность не может строиться на принципе ее недостоверности. Степень полноты информации действительно связана с инвестиционным риском. Математически это вероятность отклонения величины фактического дохода от ожидаемого: чем изменчивее и шире шкала колебаний возможных доходов, тем выше риск, и наоборот [Балабанов, 1996, с. 31]. Следует признать, что к началу XXI в. неоклассическое математико-ориентированное направление продолжает занимать лидирующие позиции в системе экономических учений. Частота финансовых кризисов связана больше с поведенческими финансами в условиях повышенной неопределенности рынка, чем с базовыми неоклассическими теориями.

Если на товарном рынке погоня за информацией конкурентов (новыми технологиями или, наоборот, поиск проблем у них) оправдана с позиции фактора конкурентоспособности, рентабельности деятельности экономического субъекта, то для фондовых (финансовых) рынков это путь признания использования инсайдерской информации и получения на этой основе сверхприбыли отдельными экономическими агентами.

Асимметрия информации на финансовом рынке – явление весьма негативное, именно оно нарушает работу рыночного механизма объективного ценообразования. Однако есть и другая точка зрения: асимметрия информации – явление объективное, от ее уровня зависит информационная состоятельность рынка. В данном случае авторы

рассматривают теорию эффектов асимметрии информации, которая может как приводить рынки к неэффективности и даже разрушению, так и придавать рыночной динамике благоприятные характеристики [Ясинский, 2009, с. 115]. Для финансового рынка такой вариант крайне негативен.

Что означают благоприятные характеристики финансового рынка или другая крайность – неэффективность и его разрушение? В обоих случаях это манипулирование рынком и ничего более. Информационная асимметрия – это одна из причин нарушения равновесного ценообразования финансовых активов. Влияние информационной асимметрии на развивающиеся рынки только усиливается, повышенная их волатильность объясняет это [Матросов, 2015, с. 112].

Подходы к созданию поведенческой модели ценообразования активов не отличаются оригинальностью. Все сводится к необходимости ввести коэффициент, корректирующий отклонение реальных цен относительно предсказанных на основании модели САРМ [Богатырев, 2015, с. 20].

Основоположники теории поведенческих финансов признают, что еще не существует основной поведенческой теории цен на акции, которую можно было бы использовать в качестве теоретической основы для эмпирических исследований. В работе Р. Талера подчеркивается, что необходимость создания поведенческой модели ценообразования активов возникла в связи с недоучетом ограничений рациональности и отклонениями реальных данных от расчетных [Thaler, 2019]. Прогнозируемая цена активов (Asset) является результирующей между ценой, определенной в соответствии с моделью САРМ, и величиной, обозначающей влияние иррациональных установок участников торгов (AsIrr). Корректировка может быть и в положительную, и в отрицательную сторону, но методологической основы для вычисления данного показателя нет.

Можно сделать определенный вывод: преобладающее направление в экономике неоклассическое и связано оно с математическими методами осмысления текущей действительности, избирательно заимствованными из ранней физики [Заостровцев, 2013, с. 32]. Поведенческие финансы не предоставляют программы решения практических (инженерных) задач, стоящих перед мировой экономикой, и в настоящее время являются объектом справедливой критики многими исследователями. Так, Ю. Фама опубликовал ряд исследований, критикующих позиции специалистов по поведенческим финансам. Он показал, что теория эффективных рынков все же «выдержала атаку аномалий», «выискиванием» которых, с его точки зрения, занимаются специалисты по поведенческим финансам [Fama, 1998, p. 14, 1965, p. 56].

Исследуя формирование цен на рынке ценных бумаги, классифицируя уровни эффективности фондовых рынков, авторы находят ответ в возможностях конструирования рационального поведения инвесторов с приемлемым (заданным в соответствии с инвестиционным профилем инвестора) уровнем риска и доходности. Вместе с тем, опираясь на реальную практику, следует отметить существенную роль чувственного (поведенческого) фактора при совершении сделок на финансовых рынках.

Наиболее наглядно влияние иррационального поведения инвесторов при торговле акциями до и после дня закрытия реестра на получение дивидендов можно продемонстрировать на следующем примере: 16 июля 2019 г. был последний день покупки акций «Сургутнефтегаз, привилегированные с дивидендами» перед закрытием реестра 18 июля 2019 г. Цена одной акции составила 41,95 р., величина дивидендов – 7,62 р., дивидендная доходность – 18,16 %. Рациональный подход предполагает, что открытие торгов акциями «Сургутнефтегаз, привилегированные, без дивидендов» будет с учетом корректировки на их величину в диапазоне 34,3–34,4 р. за акцию. Результат оказался более пессимистическим,

цена акции снизилась до 30,7 р. Безусловно, негативное влияние оказали прогнозы по выплате дивидендов в будущем году, но нельзя не отметить, что основную роль в воплощении негативных ожиданий сыграл поведенческий фактор. Таких аномалий на финансовых рынках множество, недооценивать поведенческие финансы неразумно.

Рассматривая поведенческие механизмы функционирования современного финансового рынка, В. Д. Миловидов отмечает формирование постоянной латентной информационной асимметрии и фрагментации информационных предпочтений различных групп инвесторов. Это ведет к концентрации «больших данных», технологий их обработки и анализа у профессиональных участников финансового рынка. Однако интеллектуализация финансовых операций не исключает инвестиционных ошибок и потерь. Инвесторы продолжают руководствоваться субъективными мотивациями выбора (догадки, интуиция), а их действия зачастую остаются иррациональными. Это увеличивает общую неопределенность финансового рынка, а также снижает точность рыночных прогнозов. Вероятность достижения информированными инвесторами успехов в каждой сделке с неинформированными «коллегами» остается весьма сомнительной. В этих условиях развитие технологий обработки и анализа «больших данных» не сможет кардинально изменить поведение инвесторов и повысить рациональность финансового рынка [Миловидов, 2017, с. 5].

Влияние иррациональности в сделках инвесторов на фондовых рынках отрицать невозможно. Вопрос в другом: является ли фундаментом для выявления справедливой цены финансовых активов сам фондовый рынок? Исследование подтверждает, что гипотеза эффективных рынков [Fama, 1965, с. 56] остается фундаментальной.

Заключение

Проведенное исследование и практическая деятельность участников финансового рынка доказывают, что поиск новых подходов к развитию теории современных финансов остается в достаточно узком русле – поведенческие финансы. Однако именно с ними в большей степени связана асимметрия информации на финансовых рынках, следствием которой являются волатильность активов и несовершенство ценообразования на них.

Современное состояние мировых финансовых рынков порождает вопрос о начале ревизии эффективности использования монетарной политики управления денежной массой. В споре финансистов количественной и поведенческой теории выигравших не будет, а дисбаланс рационального и иррационального поведения инвесторов в сторону оправдания иррациональности, особенно со стороны институциональных инвесторов, приведет к еще большему недоверию в ценообразовании финансовых активов.

Монетарная политика все больше входит в противоречие с классическими теоретическими постулатами ценообразования, особенно финансовых активов. Это побуждает ученых приступить к смелым исследованиям теоретических проблем, связанных с асимметрией информации на финансовых рынках [Кириленко, 2017, с. 89]. Такая перспектива обещает решение некоторых трудных проблем финансовой теории, связанных как с обилием аномалий на рынках капитала, так и с основными характеристиками мировой финансовой архитектуры.

Авторами представлено и обосновано состояние теоретических и практических финансов, сделана оценка рационального и иррационального поведения инвесторов на фондовых рынках в пользу превалирования рационализма и поддержания эффективности рынков как одной из главных задач всех государственных регуляторов финансовых рынков и саморегулируемых объединений профессиональных участников.

Источники

- Авдокушина Е. Ф., Сизова В. С. (ред.) (2015). Глобализация и международная экономическая интеграция. ВСЭИ. М.: Магистр: ИНФРА-М. 320 с.
- Балабанов И. Т. (1996). Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика. 192 с.
- Блауг М. (2004). Методология экономической науки, или Как экономисты объясняют. М.: «Журнал Вопросы экономики». 416 с. URL: <https://institutiones.com/download/books/2918-metodologiya-ekonomicheskoi-nauki-blaug.html>
- Богатырев С. Ю. (2015). Развитие концепции поведенческих финансов в российской финансовой науке // Финансы и кредит. № 42. С. 19–30.
- Горецкая В. А. (2014). Поведенческие финансы: использование теории перспектив в процессе принятия инвестиционных решений // Финансы и кредит. № 4 (580). С. 28–35.
- Заостровцев А. П. (2013). Неоклассический мейнстрим: торжество научного метода или нищета философии? // Вестник Удмуртского университета. Серия 2: Экономика и право. № 2. С. 31–36.
- Иваницкий В. П., Татьянников В. А. (2018). Информационная асимметрия на финансовых рынках: вызовы и угрозы // Экономика региона. Т. 14, № 4. С. 1156–1167. (doi: 10.17059/2018-4-8).
- Итуэлл Дж., Милгейт М., Ньюмен П., Энтов Р. М. (ред.) (2008). Финансы. Высшая школа экономики. 2-е изд. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, XIV. 450 с.
- Кириленко Ю. П. (2017). Воздействие информационной асимметрии на развитие финансового рынка // Проблемы управления финансами в государственном и корпоративном секторах экономики: материалы III международного конгресса молодых ученых по проблемам устойчивого развития. М.: Изд-во Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. С. 88–92.
- Матросов С. В. (2015). Информационная асимметрия как фактор риска для института секьюритизации активов на мировом финансовом рынке // Вестник Академии права и управления. № 40. С. 110–115.
- Миловидов В. Д. (2013). Асимметрия информации или «симметрия заблуждений» // Мировая экономика и международные отношения. № 3. С. 45–53.
- Миловидов В. Д. (2017). Информационная асимметрия и «большие данные»: грядет ли пересмотр парадигмы финансового рынка? // Мировая экономика и международные отношения. Т. 61, № 3. С. 5–14.
- Орехов А. М. (2009). Методы экономических исследований. М.: Инфра-М. 392 с.
- Радаев В. В. (1997). Хозяйственная мотивация и типы рациональности // Социологический журнал. № 1-2. С. 183–200. URL: <https://www.jour.isras.ru/index.php/socjour/article/view/323>
- Селищев А. С. (2002). Микроэкономика. СПб: Питер. 448 с.
- Татьянников В. А. (2001). Инвестиционные риски и эффективные фондовые рынки. Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та. 259 с.
- Федотова М., Плескачевский В., Рутгайзер В., Будицкий А. (2009). Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса // Вопросы экономики. № 5. С. 104–117.
- Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. (2014). Инвестиции. М.: ИНФРА-М, XII. 1028 с.
- Ясинский Ю. М., Тихонов А. О. (2009). Асимметрия информации: смещенные риски и типы макроэкономической динамики // Экономика и математические методы. Т. 45, № 3, С. 114–128.
- Fama E. F. (1965). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, vol. 21, no. 5, pp. 55–59.
- Fama E. F. (1969). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383–417. Available at: <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>
- Fama E. F. (1998). Efficiency survives the attack of anomalies. *GSB Chicago Alumni Magazine*, Winter, pp. 14–16.
- Kahneman D., Tversky A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, vol. 47, no. 2, pp. 263–292. DOI: 10.2307/1914185

Markowitz H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, no. 1, pp. 77–91. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1952.tb01525.x

Sewell M. (2012). The efficient market hypothesis: Empirical evidence. *International Journal of Statistics and Probability*, vol. 1, no. 2, pp. 164–178.

Smith A. (2012). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Simon & Brown. 588 p.

Thaler R. H. (2017). *Prize lecture: From cashews to nudges: The evolution of behavioral economics*. Available at: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2017/thaler/lecture/>

Информация об авторах

Иваницкий Виктор Павлович, доктор экономических наук, профессор кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета, 620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: +7 (343) 221-27-15, e-mail: nvp@usue.ru

Татьянников Василий Аркадьевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета, 620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: +7 (343) 221-27-15, e-mail: vat55@mail.ru

...

Viktor P. Ivanitsky Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia

Vasily A. Tatyannikov Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia

Rational and irrational approaches to investors' transactions in financial markets

Abstract. Under high financial market volatility, the balance in contradictions between rational and irrational approaches to investors' transactions shifts towards the domination of the behavioral component. However, further instability of financial markets casts doubt on the fairness of asset pricing as one of the main target indicators of the market economy. The article deals with the research of two completely opposite theories of investors' behaviour in financial and commodity markets. The authors connect rational investors' behaviour with the basic theories of quantitative finance, and their irrational actions with the varieties of behavioural finance. The methodological foundation of the research includes classical theories of asset valuation and modern theories of finance with the dominant role of psychology in the monetary model of the world economy development. The research methods encompass analysis and comparison of the market uncertainty and market efficiency levels, detailing and summarising the negative impact of cognitive psychology on pricing in the context of existing information asymmetry in financial markets. The findings are of theoretical and practical importance and can be used both to develop and implement measures in the field of financial (stock) market regulation, and examine the causes of poor engagement of the Russian population in the investment process.

Keywords: theories of asset assessment; efficient-market hypothesis; rational behaviour of investors; market uncertainty; economic agent; information asymmetry.

For citation: Ivanitsky V. P., Tatyannikov V. A. (2019). Ratsional'nyy i irratsional'nyy podkhody v sdelkakh investorov na finansovykh rynkakh [Rational and irrational approaches to investors' transactions in financial markets]. *Journal of New Economy*, vol. 20, no. 5, pp. 61–74. DOI: 10.29141/2658-5081-2019-20-5-4

Received June 19, 2019.

References

Avdokushin E. F., Sizov V. S. (eds.) (2015). *Globalizatsiya i mezhdunarodnaya ekonomicheskaya integratsiya* [Globalisation and international economic integration]. Moscow: Magistr Publ.; INFRA-M Publ. 320 p. (in Russ.)

Balabanov I. T. (1996). *Risk-menedzhment* [Risk management]. Moscow: Finansy i statistika Publ. 192 p. (in Russ.)

Blaug M. (2004). *Metodologiya ekonomicheskoy nauki, ili Kak ekonomisty obyasnyayut* [The methodology of economics: Or, how economists explain]. Moscow: Zhurnal Voprosy ekonomiki Publ. 416 p. Available at: <https://institutiones.com/download/books/2918-metodologiya-ekonomicheskoi-nauki-blaug.html>. (in Russ.)

Bogatyrev S. Yu. (2015). Razvitie kontseptsii povedencheskikh finansov v rossiyskoy finansovoy nauke [The development of the concept of behavioural finance in the Russian financial science]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, no. 42, pp. 19–30. (in Russ.)

Goretskaya V. A. (2014). Povedencheskie finansy: ispol'zovanie teorii perspektiv v protsesse prinyatiya investitsionnykh resheniy [Behavioural finance: Using the theory of perspectives in the process of making investment decisions]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, no. 4 (580), pp. 28–35. (in Russ.)

Zaostrovtshev A. P. (2013). Neoklassicheskiy meynstrim: torzhestvo nauchnogo metoda ili nishcheta filosofii? [New classical mainstream: The triumph of the scientific method or the poverty of philosophy?]. *Vestnik Udmurtskogo universiteta. Seriya 2: Ekonomika i pravo = Bulletin of Udmurt University. Series 2: Economics and Law*, no. 2, pp. 31–36. (in Russ.)

Ivanitskiy V. P., Tatyannikov V. A. (2018). Informatsionnaya asimmetriya na finansovykh rynkakh: vyzovy i ugrozy [Information asymmetry in financial markets: challenges and threats]. *Ekonomika regiona = Economy of Region*, vol. 14, no. 4, pp. 1156–1167. DOI: 10.17059/2018-4-8 (in Russ.)

Eatwell J., Milgate M., Newman P., Entov R. M. (eds.) (2008). *Finansy* [Finance]. Moscow: HSE. 450 p. (in Russ.)

Kirilenko Yu. P. (2017). The impact of information asymmetry on the financial market development. *Materialy III mezhdunarodnogo kongressa molodykh uchenykh po problemam ustoychivogo razvitiya "Problemy upravleniya finansami v gosudarstvennom i korporativnom sektorakh ekonomiki"* [Proc. 3rd Int. Congress of Young Scientists on the Problems of Sustainable Development "Problems of Financial Management in Public and Corporate Economic Sectors"]. Moscow: Financial University under the Government of the Russian Federation, pp. 88–92. (in Russ.)

Matrosov S. V. (2015). Informatsionnaya asimmetriya kak faktor riska dlya instituta sek'yuritizatsii aktivov na mirovom finansovom rynke [Information asymmetry as a risk factor for the institution of asset securitisation in the global financial market]. *Vestnik Akademii prava i upravleniya = Bulletin of the Academy of Law and Management*, no. 40, pp. 110–115. (in Russ.)

Milovidov V. D. (2013). Asimmetriya informatsii ili "simmetriya zabluzhdeniy" [Information asymmetry or "symmetry of misconceptions"]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, no. 3, pp. 45–53. (in Russ.)

Milovidov V. D. (2017). Informatsionnaya asimmetriya i «bol'shie dannye»: gryadet li peresmotr paradigmy finansovogo rynka? [Information asymmetry and "big data": Is a revision of the financial market paradigm coming?]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, vol. 61, no. 3, pp. 5–14. (in Russ.)

Orekhov A. M. (2009). *Metody ekonomicheskikh issledovaniy* [Methods of economic research]. Moscow: Infra-M Publ. 392 p. (in Russ.)

Radaev V. V. (1997). Khozyaystvennaya motivatsiya i tipy ratsional'nosti [Economic motivation and types of rationality]. *Sotsiologicheskii zhurnal = Sociological Journal*, no. 1-2, pp. 183–200. Available at: <https://www.jour.isras.ru/index.php/socjour/article/view/323> (in Russ.)

Selishchev A. S. (2002). *Mikroekonomika* [Microeconomics]. Saint Petersburg: Piter Publ. 448 p. (in Russ.)

Tatyannikov V. A. (2001). *Investitsionnye riski i effektivnye fondovye rynki* [Investment risks and efficient stock markets]. Ekaterinburg: Ural State University of Economics. 259 p. (in Russ.)

Fedotova M., Pleskachevskiy V., Rutgayzer V., Buditskiy A. (2009). Povedencheskaya otsenka: kontseptsiya povedencheskikh finansov i ee primenenie v otsenke biznesa [Behavioural assessment: The concept of behavioural finance and its application in business valuation]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 5, pp. 104–117. (in Russ.)

Sharp W., Alexander G., Bailey J. (2014). *Investitsii* [Investments]. Moscow: INFRA-M Publ. 1028 p. (in Russ.)

Yasinskiy Yu. M., Tikhonov, A. O. (2009). Asimmetriya informatsii: smeshchennye riski i tipy makroekonomicheskoy dinamiki [Information asymmetry: Shifted risks and types of macroeconomic dynamics]. *Ekonomika i matematicheskie metody = Economics and Mathematical Methods*, vol. 45, no. 3, pp. 114–128. (in Russ.)

Fama E. F. (1965). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, vol. 21, no. 5, pp. 55–59.

Fama E. F. (1969). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383–417. Available at: <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>

Fama E. F. (1998). Efficiency survives the attack of anomalies. *GSB Chicago Alumni Magazine*, Winter, pp. 14–16.

Kahneman D., Tversky A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, vol. 47, no. 2, pp. 263–292. DOI: 10.2307/1914185

Markowitz H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, no. 1, pp. 77–91. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Sewell M. (2012). The efficient market hypothesis: Empirical evidence. *International Journal of Statistics and Probability*, vol. 1, no. 2, pp. 164–178.

Smith A. (2012). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Simon & Brown. 588 p.

Thaler R. H. (2017). Prize lecture: From cashews to nudges: The evolution of behavioral economics. Available at: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2017/thaler/lecture/>

Information about the authors

Viktor P. Ivanitsky, Dr. Sc. (Econ.), Prof. of Finance, Money Circulation and Credit Dept., Ural State University of Economics, 62/45 8 Marta/Narodnoy Voli St., Ekaterinburg, 620144, Russia
Phone: +7 (343) 221-27-15, e-mail: nvp@usue.ru

Vasily A. Tatyannikov, Cand. Sc. (Econ.), Associate Prof. of Finance, Money Circulation and Credit Dept., Ural State University of Economics, 62/45 8 Marta/Narodnoy Voli St., Ekaterinburg, 620144, Russia
Phone: +7 (343) 221-27-15, e-mail: vat55@mail.ru