

УДК 34     DOI: 10.14451/2.196.26

# Ограниченная рациональность в принятии инвестиционных решений

© 2024 **Терешин Владимир Александрович**

Участник научно-образовательного кластера «Финансовый анализ и инвестиционные стратегии», Финансовый университет при правительстве РФ; Главный юрисконсульт отдела корпоративной практики, управления и финансов АО «КЦ Мангазея».

E-mail: tereshinva@yandex.ru

**Ключевые слова:** рациональность, иррациональность, ограниченная рациональность эмоции, принятие решений, поведенческие финансы, риск, эвристика.

В статье проведен анализ психологических факторов человека, способных оказать влияние на принятие инвестиционных решений. Рассмотрение инвестора как живого организма, обладающего психикой, и принятие этого факта сделало рывок в экономической науке и позволило выделить рациональное поведение в иррациональных условиях. Была исследована проблема рациональности выбора в условиях иррациональности среды и определена категория ограниченной рациональности в контексте принятия инвестиционных решений.

В основе функционирования финансовых рынков разных стран лежат устоявшиеся теории, возникшие в результате их институционального развития. Классические финансовые теории, такие как теория эффективных фондовых рынков, теория портфельного инвестирования, синергетическая теория слияний и поглощений опираются преимущественно на знания экономического агента о финансовых рынках и финансовом анализе, при этом не учитывают его поведение, факторы и причины, влияющие на принятие им того или иного инвестиционного решения (каким образом и на основании каких убеждений инвестор отдает предпочтение тому или иному инвестиционному инструменту, на чем он основывается при формировании своего инвестиционного портфеля, диверсифицирует ли он его). Без учета поведения экономического агента на финансовых рынках не представляется

возможным сделать суждение о рациональности (или об иррациональности) принимаемых им решений, увязать классические финансовые теории с реальным эмпирическим опытом. Сложности в анализе принятых решений, их изучении, оценке и прогнозировании подтолкнули исследователей к изучению поведения инвестора и психологических факторов, влияющих на принятие инвестиционных решений.

Зачастую выбор в пользу того или иного финансового инструмента сводится к выбору между доходностью и риском. Наиболее наглядным образом это можно представить в виде выбора между 100% вероятностью получения 9 000 рублей и 90% вероятностью получения 10 000 рублей. Основным ресурсом, позволяющим сделать выбор между наименее рискованным и наименее доходным вариантом и наиболее рискованным и наиболее доходным вариантом, является ин-

формация. Именно информация лежит в основе гипотезы эффективных рынков. Под эффективным рынком автор подразумевает такой рынок, на котором цена конкретного актива полностью отражает всю доступную о нем информацию. Полагая, что информация напрямую отражается на величине актива, инвесторы приобретут или продадут актив ровно за ту цену, которую он стоит. Однако для функционирования эффективного рынка необходимо выполнение в совокупности следующих условий:

- открытость информации;
- рациональное поведение инвестора;
- отсутствие игры на понижение цены.

Как верно замечал Адам Смит, человек постоянно стремится отыскать самое прибыльное вложение капитала из всех возможных для него вариантов в сложившихся рыночных условиях [7]. Альфред Маршалл, развивая выводы Адама Смита, определил экономического агента как рационального максимизатора [5]. Рациональность (в переводе с лат. ratio – разум) в широком смысле означает разумность, осмысленность, взвешенность. Рациональное решение есть решение обдуманное.

Представления об инвесторе как о бесчувственном и корыстном максимизаторе разбились о события 24 октября 1929 года (Черный четверг), послужившими началом Биржевого краха и Великой депрессии в США. Указанным событиям предшествовала массовая покупка акций американских компаний простыми американцами в погоне за ростом их цены. Реальная оценка приобретаемых акций была существенно ниже тех цен, которые за них готовы были заплатить. Эти события привели к образованию экономического пузыря – значительного отклонения цены торгуемых на бирже ценных бумаг от их справедливого значения. Начался настоящий ажиотаж – в ожидании обогатиться все стремились купить максимальное количество ценных бумаг, брали кредиты, закладывали недвижимость. Потеряв весь потенциал дальнейшего роста, к четвергу 24 октября 1929 года индекс Доу Джонса потерял уже 20% по сравнению с сентябрем и находился на отметке 305,85.

Боясь потерять свои сбережения, акционеры бросились массово продавать акции, чем обвалили рынок – в тот день было продано 12,9 млн ценных бумаг. За неделю паники на бирже рынок потерял в своей капитализации около 30 млрд долларов, что оказалось сопоставимо с потерями США за период Первой мировой войны [9]. Здесь мы плавно подходим к явлению противоположному рациональности – иррациональности. Иррациональность (в переводе с лат. irrationalis – неразумность) в широком смысле означает нелогичность, нечто находящееся за пределами разума. Карл Густав Юнг в своей психологической типологии определил иррациональность как класс функций человеческой психики, которые лежат за пределами разума – ощущение и интуиция [8].

Иррациональный подход при принятии инвестиционных решений связан с тем, что наибольшая часть инвесторов, являющихся участниками фондового рынка, принимают решения в пользу того или иного финансового инструмента, исходя из собственных субъективных представлений об этом инструменте и его доходности. Этот процесс наиболее детально отражен в теории перспектив Даниэля Канемана и Вернона Смита, получивших в 2002 году за нее Нобелевскую премию по экономике [4]. При исследовании были отобраны участники, которым было предложено сделать выбор из разных представленных вариантов. Как и ожидали исследователи, большая часть участников не смогли сделать рациональный выбор, а руководствовались своими чувствами и убеждениями. В результате проведенного исследования были выявлены следующие закономерности:

1. Разность реакции испытуемых на ситуации получения дохода и несения убытков. Была выявлена наибольшая склонность к риску при сценарии несения убытков и наименьшая при получении дохода.
2. Участники довольно часто ошибочно оценивали вероятность возникновения событий – события наибольшей вероятности недооценивались, а события с малой долей вероятности имели свойство быть переоцененными.
3. Большое влияние на принятие того или иного

решения оказывала предыстория испытуемых – события их прошлого переносились участниками эксперимента на события настоящего и будущего и на основании полученных выводов испытуемые принимали решения.

4. Испытуемые определяли закономерности на основании субъективных предпочтений – даже там, где фактически этих закономерностей не было, и на основании этих закономерностей принимали решения.

Подобное поведение можно объяснить реакцией испытуемых на стресс, вызванный необходимостью принятия решений в условиях неопределенности. Стресс вызывает следующие возможные формы реакции:

- замирание;
- борьба;
- бегство.

Применительно к биржевой торговле эти реакции можно представить следующим образом:

- нерешительность, ожидание наиболее благоприятных событий;
- спонтанная покупка активов;
- спонтанная продажа активов.

Из обнаруженных в результате эксперимента закономерностей напрашивается вывод, что финансовый рынок имеет очертания совокупности ожиданий и предубеждений участников эксперимента. Присутствие на рынке хотя бы одного иррационального инвестора ставит под сомнение гипотезу об эффективных финансовых рынках. Если бы участники финансового рынка были лишены эмоций и руководствовались своими действиями, исходя исключительно из рациональных начал, то отсутствовал бы биржевая игра – любой актив стоил бы согласно своей справедливой оценке, исключив пространство для спекуляций.

Современная теория поведенческих финансов строится на принципе присутствия иррационального начала в поведении инвестора и невозможности его игнорирования [1]. Исследование иррационального способствовало развитию портфельной теории в экономической науке,

позволило уделить внимание поведению человека, находящемуся за пределами критического мышления. Было сформировано представление о поведенческом риске как вероятности наступления неопределенных событий или условий, которые являются системой поведения инвесторов и несовершенства рынка в результате испытания влияния в противовес ожиданиям. С одной стороны, сущность поведенческого риска определяется психологией отдельного человека. С другой же стороны, такая психологическая особенность имеет влияние на уровень инвестиционного риска и последующих за ним результатов, что подчеркивает двойную природу этого явления (психолого-экономическую) [2].

Значимый вклад в исследование иррационального поведения сделал Герберт Александр Саймон в своем труде «Рациональность как процесс и продукт мышления», акцентировав внимание не только и не столько на рациональности выбора (substantive rationality), то есть степени адекватности выбранных решений, но и рациональности процедур (procedural rationality), то есть эффективности субъективных процессов мышления и человеческих реакций, используемых при принятии решений. Соотношение указанных категорий позволяет сделать суждение об ограниченной рациональности (bounded rationality) [10]. Это правило можно проанализировать на более бытовом примере: мы решили приготовить салат и отправились за покупками. В первом магазине мы обнаруживаем, что цена ингредиентов для салата для нас высока. Мы решаем пойти во второй магазин, в котором видим более низкую цену, но все еще высокую для нас. Мы решаемся дойти до третьего магазина и делаем выбор в пользу одного из трех магазинов. Желая купить ингредиенты для салата по наиболее приемлемой для нас цене, мы отдаем себе отчет в том, что обход всех магазинов в районе будет для нас существенной тратой времени и энергии и что возможная экономия благодаря наилучшей цене в пятом (условно) магазине не окупит затрат на поиски. Таким образом, мы принимаем наиболее рациональное решение в ограниченных условиях (мы не обходим все магазины района для соотношения всех цен, а ограничиваемся

лишь тремя), и наши действия характеризуются ограниченной рациональностью. Принимая инвестиционные решения на бирже, инвестор испытывает когнитивные ограничения в виде неполноты информации и недостатка времени, вследствие чего его действия нельзя назвать полностью рациональными. Происходит замена критерия максимизации на критерий удовлетворительности.

Для решения инвестиционных задач с помощью ограниченной рациональности существует такое явление как эвристика – совокупность аналитических методов в принятии инвестиционных решений, основанных на интуиции, аналогиях, опыте, креативности, опирающийся на особые свойства человеческого мозга и способности интуитивно решать задачи в условиях неполноты информации и ограниченности во времени [6]. Эвристика используется для упрощения задач и предотвращения когнитивной перегрузки. Решения, принимаемые эвристически, не являются наиболее верными, но они часто могут являться максимально допустимыми в имеющихся условиях. Главная цель эвристики в инвестиционном анализе – сокращение скорости принятия решений. Основное их преимущество – возможность принимать достаточно обоснованные решения, не располагая всей информацией и не прибегая к сложным вычислениям, что бывает крайне полезно, например, при принятии решения о заключении сделки или поспешном суждении о принятом важном решении [3]. Рассмотрим некоторые примеры эвристических методов.

1. Репрезентативность. Использованием мысли-

тельных сокращений для принятия решений на основе прошлых событий или их характеристик, которые являются схожими с текущими. Компания А, имеющая сеть общепита, осуществила выход на рынок Индии и добилась там определенного успеха. По оценке аналитиков конкурента – Компании Б, Индия является довольно прибыльным рынком для этой деятельности. Проанализировав успех Компании А, Компания Б тоже решает выйти на рынок Индии. Это позволило провести упрощенный анализ Компании А для принятия важного инвестиционного решения Компанией Б.

2. Якорение и подгонка. Любое число влияет на величину оценки. Когда человеку предъявляют случайную величину (якорь), это влияет на поведение, вывод и оценку, поскольку он будет осуществлять подгонку под это число. В контексте инвестирования последствием привязки является то, что участники рынка склонны удерживать инвестиции, которые потеряли ценность, поскольку они привязали свою оценку справедливой стоимости к первоначальной цене, а не к фундаментальным показателям. Это помогает инвестору пережить панику на рынке и дождаться возврата актива к своей первоначальной цене.

Подводя итог, важно заметить, что рациональность принимаемого инвестиционного решения обосновывается не столько всесторонним исследованием потенциального актива в ситуации ограниченности информации и времени, сколько рациональностью методов, используемых для ограниченного анализа.

### Библиографический список

1. Белик А. А. Психология экономики А. Маслоу, теория ценностей в традиционном обществе и роль эмоционального настроения в теории Дж. М. Кейнса // *Экономический журнал*. – 2013.
2. Богатырев С. Ю. Поведенческие финансы : учебное пособие.. – М. : Прометей, 2018.
3. Буш Г. Я. Основы эвристики для изобретателей.. – Рига : Знание, 1977.
4. Канеман Д., Словик П., Тверски А. Принятие решений в неопределенности: Правила и предубеждения : пер. с англ. – Харьков : Гуманитарный Центр, 2005.
5. Маршалл А. Принципы экономической науки. т. 1.. – М. : Прогресс, 1993.
6. Поведенческая и экспериментальная экономика : учебное пособие / Н. И. Ларионова [и др.].. – Казань : Издательство Казанского университета, 2022.
7. Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов.. – М. : Эксмо, 2007.
8. Юнг К. Г. Психологические типы.. – М. : Прогресс, 1995.
9. Investopedia Staff. Black Thursday <https://www.investopedia.com/terms/b/blackthursday.asp>.
10. Simon H. Rationality as Process and as Product of Thought // *American Economic Review*. – 1978. – Vol. 68, no. 2. – P. 1-16.