

# ПАРАДОКСЫ ТЕОРИИ ОЖИДАЕМОЙ ПОЛЕЗНОСТИ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

---

Теория ожидаемой полезности является одной из основных теорий современной экономики, описывающих процесс принятия инвестиционных решений. Однако еще в 70-е гг. прошлого века был проведен ряд эмпирических исследований [Kahneman, Tversky, 1979], которые показывают, что предпосылки рационального поведения людей, взятые за основу теории ожидаемой полезности, не являются вполне релевантными реальному поведению инвесторов.

Особенно остро данная проблема встает в условиях финансового кризиса, когда получение достоверных сведений о происходящих событиях несет в себе не только временные и материальные издержки, но и приводит к уменьшению уверенности инвесторов в качестве получаемой информации и появлению асимметричности информации [Miskin, 1991]. Итогом этого становится снижение эффективности обработки экономическими субъектами получаемой информации, которая, в свою очередь, ведет к усилению субъективных факторов принятия решения (стереотипы, мнение окружающих, информация, получаемая из СМИ, позволяющая индивидам упростить процесс принятия решения и сделать более низкими транзакционные издержки).

Таким образом, на принятие решений экономическим субъектом в большей степени влияют психологические особенности, нежели необходимость определения объективных характеристик портфеля, таких как риск и доходность, результатом чего становится принятие решений, не являющихся оптимальными в соответствии с теорией ожидаемой полезности. Это заставляет нас задуматься, насколько точно используемая предпосылка рациональности экономических субъектов отвечает критериям принятия инвестиционных решений в современном обществе.

Изучение случаев неоптимальности аксиом рационального поведения экономических субъектов в условиях неопределенности заложило основу для формирования нового направления в современной экономике, которое объясняет влияние психологии на принятие решений экономическим субъектом, – «поведенческой теории финансов». Основные положения поведенческих финансов были разработаны Д. Канеманом и А. Тверски в 1979 г. в работе «Теория перспектив: анализ принятия решения в условиях риска», ставшей уже классической для данного направления экономики. В ней экономический субъект предстает отнюдь не рациональным существом [Лукашов, 2004] и может принимать решения, нарушающие теорию ожидаемой полезности. В теории были затронуты вопросы эвристических ошибок (поведения людей, основанного на интуиции и собственном опыте) и репрезентативности (суждения, основанного на стереотипах), была произведена формализация понятий «перспектива», которое вводилось взамен понятия «полезности» и предполагало оценку происходящих событий на основе субъективной вероятности, которая учитывает не саму вероятность наступления события, а индивидуальную психологическую оценку этого явления индивидом.

Данные характеристики оптимальности экономического поведения существенно отличаются от предпосылок рациональности [Neumann, Morgenstern, 1944], описанных в теории ожидаемой полезности, поскольку подразумевают оценку рациональности не столько итогового результата, сколько самой процедуры принятия решения [Simon, 1976], и в этом смысле данные подходы дополняют друг друга и составляют более широкую картину экономического поведения. Поэтому в рамках настоящей работы оценивается возможность улучшения предсказательных качеств существующих моделей финансового рынка с учетом психологических особенностей поведения индивидов. Для этого будут рассмотрены несколько групп поведенческих парадоксов, характерных для современных финансовых рынков, которые не укладываются в известные нам предпосылки рациональности рыночных агентов.

Первая группа парадоксов связана с вопросами массовых социальных реакций, когда решение индивид принимает с учетом текущего или возможного поведения социальной группы, которое может полностью противоречить индивидуальным критериям рациональности и, таким образом, нарушать предпосылки рациональности экономического субъекта. Причиной этого становится изменение во время финансового кризиса ожиданий индивидов, в результате которого изменяется их отношение к информации. Объективная информация перестает быть объектом рациональных решений, и вместо этого становится

важным референтное мнение (мнение близких людей, коллег по работе, соседей, т.е. лиц, с которыми субъект достаточно часто взаимодействует).

К этой группе парадоксов можно отнести проблему стадного поведения (herd behavior), которое представляет собой процесс имитирования поведения окружающих, или информационного каскада (в случае, если индивид ориентируется на большую группу людей) [Bikhchandani, Hirshleifer, Welch, 1992]. Данная концепция подразумевала последовательное использование информации о предыдущих решениях на финансовом рынке для формирования собственного решения частными инвесторами. Среди причин подобного поведения авторы работы выделяли следующие факторы: наличие одинакового уровня информации, необходимость решения однотипных задач, при условии одинаковых вкусов, желание упростить процесс принятия решения, снизить трансакционные издержки. Однако такой механизм может приводить к тому, что группа лиц, ориентирующихся на решения друг друга, будет переставать обращать внимание на поступающую извне информацию и полностью «замыкаться» на принятых внутри группы решениях, даже если они не способствуют максимизации полезности. Этот подход противоречит выводам теории ожидаемой полезности, поскольку такое поведение не только не является рациональным, но и не изменяется со временем. Это подтверждает идею, что индивид не считает данное поведение ошибочным и не собирается его исправлять.

Объяснением информационных каскадов в условиях кризиса могут служить особенности реакции систем восприятия индивида на получаемую информацию под воздействием априорных ожиданий [Sears, Perla, Taylor, 1991] (основываются на предшествующем личном опыте, стереотипах). Априорные ожидания имеют сходство с адаптивными ожиданиями, в том плане, что для принятия решений относительно будущего значения показателя индивид руководствуется лишь прошлыми значениями показателя. Единственное различие состоит лишь в том, что авторы априорных ожиданий предлагают рассматривать не только информацию о самом показателе, но и влияние стереотипов на оценку самого показателя.

Зачастую происходит и так, что индивид осознает или, по крайней мере, сомневается в нерациональности предлагаемого группой близких людей решения, но настолько боится противопоставить себя группе, что основой для принятого им решения остается мнение группы. Данный эффект получил название «феномена группомыслия», идея которого принадлежит американскому психологу И. Джанису [Janis, 1972], частным случаем которого является парадокс Абилина. В его основе лежит ситуация, когда группа людей принимает совместно решение, которое не устраивает ни одного из ее членов. При этом

каждый из них верил, что принимает это решение только потому, что его находят привлекательным остальные участники, и тем самым шел вразрез с собственными критериями рациональности, поддерживая групповое решение. Объяснением такого поведения может быть привлекательность членства в этой группе (или обязательность, например, в случае отдельно взятой семьи), наличие в группе авторитарного лидера, закрытость группы (в плане ее недостижимости для критики или контроля), отсутствие внешней проверки действий группы, сильное психологическое давление друг на друга участников коллектива.

Описанные выше парадоксы группового мышления характерны для финансовых рынков, где проверка правильности принятого решения возможна только спустя определенный временной период. Кроме того, инвестор сталкивается с высокими издержками составления прогноза, затратами времени и собственных сил, которые могут не оправдаться в условиях финансового кризиса.

Следующая группа парадоксов содержит в себе парадоксы, носящие личностный характер. К примеру, инвесторы по-разному реагируют на эквивалентные изменения выгод и потерь, в отличие от теории Марковица, где выгоды и потери оказывают одинаковое влияние на изменение богатства индивида. Однако в условиях финансового кризиса страх понести потери приводит к усилению сожаления, в результате чего сокращение субъективной полезности в силу уменьшения богатства при потерях будет казаться больше прироста полезности благодаря равновеликому увеличению богатства. Это связано с тем, что для экономических субъектов характерна чрезмерная самоуверенность, под действием которой любой индивид предполагает себя более талантливым, чем остальные, вне зависимости от сферы применения. Будь это практические навыки, приобретаемые со временем (например, 82% респондентов [Svenson, 1981] считают без всяких видимых на то причин, что их уровень вождения гораздо выше среднестатистического), или персональные качества (оценка вероятности собственного развода для отдельно взятой пары равна нулю [Baker, Emery, 1993], при том, что вероятность развода других пар люди оценивают весьма адекватно (более 50%)). Влияние здесь оказывают и половая принадлежность индивида (мужчины более склонны к риску [Barber, Odean, 2000]), и даже срок работы в определенной сфере. Поэтому для такого субъекта любой выигрыш будет восприниматься как закономерное событие, в то время как потери становятся экстраординарными и необъяснимыми. Но даже в этом случае сознание человека старается найти логичное объяснение произошедшей неудаче, и вступает идея прогнозирования «задним числом», т.е. индивид убеждает себя, что он заранее предполагал, что его решение будет неверным, но побо-

ялся его изменить. Данное объяснение избавляет экономического субъекта от необходимости сомневаться в своих профессиональных качествах, но не позволяет избежать сожаления комиссии, которая отвечает за появление негативных эмоций у индивида при сохранении одной и той же схемы поведения в том случае, если индивид отказался изменить ее на альтернативную и понес потери от «старой» схемы.

Асимметричная реакция на потери и выигрыши, на первый взгляд, противоречит теории ожидаемой полезности, но в действительности является формой рационального поведения, как это не странно. Аксиомы рационального поведения Джона фон Нейманна и Оскара Моргенштерна никоим образом не отрицают возможности различного влияния на изменения богатства потерь и выигрышей, а значит, подобный парадокс может быть учтен в теории ожидаемой полезности.

Следующий парадокс – «эффект якоря», который предполагает поиск аналогичных событий и перенесений их результатов и итогов на явления настоящего. Например, для россиян таким событием является кризис 1998 г., хотя связь между данным кризисом и современным практически отсутствует хотя бы потому, что причины породившие кризисы, совершенно разные. Если для кризиса 1998 г. причиной послужила неспособность государства расплатиться с внутренними обязательствами, то уже текущий финансовый кризис является не индивидуальной проблемой отдельной экономики, а фундаментальным спадом мирового хозяйства. Однако отсутствие объективных связей между событиями не пугает экономических субъектов, и они легко переносят все последствия и текущие события прошлых кризисов на нынешний. Таким образом, ориентиром для принятия решения служит точка отсчета (уже известный кризис), которую индивид постепенно модифицирует. Такая модификация чаще всего бывает незначительной, а значит, конечный результат сильно привязан к исходному значению. При этом, чем легче припоминается подходящее к ситуации событие, тем больше шанс верить в высокую вероятность его наступления.

Данный феномен является психологической особенностью принятия инвестиционного решения. Как показывает практика, наличие у людей доступа как к статистической информации, так и к более яркой информации об отдельном событии не способствует использованию первой для формирования окончательных суждений о рассматриваемом явлении. Это в свою очередь приводит к тому, что экономические субъекты начинают ориентироваться на величину субъективную, исходя из репрезентативности, а не правил теории вероятности, которые использует экономическая теория для оценки событий.

В период кризиса данный феномен перестает быть парадоксальным, поскольку ограниченность информации и увеличение ее стоимости стимулирует людей искать пути минимизации издержек в виде готовых «образцов» поведения, которые были применены ранее и успешно приводили к максимизации полезности. Для этого индивиды ориентируются на события из прошлого, аналогичные происходящим, и критерием такого сходства выступает репрезентативность, которая по своей природе не всегда способна учесть причинно-следственные связи между событиями. При этом, если обратиться к теории ожидаемой полезности, видно, что, используя «эффект якоря», например, при построении функции ожидаемой полезности, можно осуществлять корректировку точки входа инвестора на финансовый рынок с учетом возможных модификаций на основе аналогичности событий.

Дополнительные трудности будут создавать переоценка вероятности связанных событий и недооценка вероятности несвязанных событий, в результате все того же «эффекта якоря». Например, для многих людей в современной России действует следующая цепочка рассуждений: на американском и азиатском фондовых рынках кризис – российский фондовый рынок от них зависим (высокая доля иностранных инвестиций) – в России тоже будет финансовый кризис. Кроме того, на умозаключения о финансовом кризисе оказывает влияние «эффект якоря», который основывается на привязке существующих данных к аналогичному событию, т.е. крупному кризису в российской экономике, которым большинство считает дефолт 1998 г. В итоге возможность кризиса на российском фондовом рынке начинает стойко ассоциироваться с дефолтом. Такой вывод кажется поистине парадоксальным, поскольку дефолт представляет собой отказ государства от платежей по своим долгам и не является обязательным признаком кризиса, как и наличие спада на фондовом рынке не ведет в отсутствие роста государственной задолженности к возникновению дефолта.

На первый взгляд, рассуждения простых обывателей не должны оказывать влияние на профессиональных участников финансового рынка, однако в условиях кризиса ситуация изменяется вследствие асимметрии информации, которая делает для ряда участников финансового рынка невозможным получение достоверной информации и заставляет предположить, что идеи о дефолте могли попасть на рынок из правдивых источников. Результатом этого станет усиление кризисных ожиданий, которые будут еще больше подогревать нереалистичные идеи.

Причиной возникновения данного парадокса является наличие у экономических субъектов нескольких «уровней притязания» [Shefrin, Statman, 2000,

р. 133], низкий уровень притязания отвечает за желание сохранить свое богатство, высокий – за возможность разбогатеть в короткие сроки. При формировании низкого и высокого уровней притязаний (формально их можно создать бесконечное множество) особенности работы человеческого мозга приводят к тому, что индивид перестает видеть объективные взаимосвязи внутри цепочки событий, подобных возникновению дефолта. Вследствие чего субъективная оценка вероятности событий смещается по сравнению с теорией ожидаемой полезности в результате асимметричности реакции на взаимосвязь часто освещаемых в СМИ событий в кризисной экономике. Изменение характера оценок субъективных вероятностей выигрыша и убытков все же может быть учтено путем внедрения подхода «взвешенной вероятности», предложенного еще в рамках «теории перспектив». Данный подход предполагает введение вместо вероятности «весов решений», которые являются мерой общей привлекательности альтернативы и основываются не на законах вероятности, а на субъективной оценке индивидом полезности.

В заключение хотелось бы напомнить ряд недостатков поведенческих финансов. В частности, нарушались или могли быть нарушены важнейшие правила проведения экспериментов: неоднородность выборки (в нее попадали финансовые кризисы и стабильные периоды), отсутствие данных о доверительных интервалах, статистической значимости полученных результатов или иных указаний о том, что данные действительно можно применять на уровне всей экономики в целом. При этом результаты эмпирических исследований проводились на основе малых групп (не более 500 человек). Кроме того, испытуемые при участии в эксперименте могли ощущать нереальность сформулированной ситуации и вести себя неординарно, поэтому повторяемость в жизни таких результатов совершенно не гарантирована. В работах Д. Канемана и А. Тверски не раз отмечалось влияние изобретателя на ход эксперимента, внутреннее желание подтвердить гипотезу, которое зачастую искажает результаты эксперимента. Недоучет этой проблемы в своих собственных работах авторами «теории перспектив» существенно изменяет ценность полученных эмпирическим путем результатов.

Несмотря на все выше перечисленные недостатки теории поведенческих финансов, нельзя не отметить того факта, что именно это направление на данном этапе развития экономической теории способно дать объяснение некоторым особенностям поведения людей, присущих им в условиях кризиса. К тому же, проанализированные парадоксы не противоречат теории Марковица, что не мешает синтезировать различные подходы к поведению человека и обогатить

существующую теорию портфеля. В этом смысле поведенческие финансы являются продолжением и закономерным развитием теории ожидаемой полезности с учетом фактора неполноты информации вследствие объективных и субъективных причин.

С практической точки зрения возможность проведения синтеза различных подходов к поведению людей позволяет использовать полученные результаты с целью минимизации последствий финансового кризиса и восстановления экономики за более быстрый срок. В этой связи могут быть приняты меры по устранению неопределенности за счет предоставления населению своевременной и достоверной информации о положении страны и возможностях выхода из кризиса, что позволит смягчить влияние кризисных ожиданий в реальном и финансовом секторах экономики.

## Литература

Лукашов А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы // Управление корпоративными финансами. 2004. № 2. С. 35.

Baker L., Emery R. When Every Relationship Is Above Average: Perceptions and Expectations of Divorce at the Time of Marriage // Law and Human Behavior. 1993. Vol. 17. P. 439.

Barber B., Odean T. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors // Journal of Finance. 2000. Vol. 55. P. 773–806.

Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Information Cascades // Journal of Political Economy. 1992. Vol. 100. P. 992–1026.

Janis I.L. Victims of Groupthink: A Psychological Study of Foreign Policy Decisions and Fiascos. Boston: Houghton, Mifflin, 1972.

Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Making under Risk // Econometrica. 1979. Vol. 47. № 2. P. 263–291.

Miskin F. Asymmetric Information and Financial Crises: Historical Perspective: NBER Working Paper 13970. National Bureau of Economic Research, Inc, 1991.

Neumann J., Morgenstern O. Theory of Games and Economic Behaviour. Princeton University Press, 1944.

Sears D., Perlau L., Taylor S. Social Psychology. Englewood, N.J.: Prentice Hall, 1991.

Simon H.A. From Substantive to Procedural Rationality // *Method and Appraisal in Economics* / ed. by S. Latsis. Cambridge, 1976.

Svenson O. Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? // *Acta Psychologica*. 1981. Vol. 47. P. 143–148.

Shefrin H., Statman M. Behavioral Portfolio Theory // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000. Vol. 35. № 2. P. 127–151.