

Интернет-журнал «Мир науки» / World of Science. Pedagogy and psychology <https://mir-nauki.com>

2018, №6, Том 6 / 2018, No 6, Vol 6 <https://mir-nauki.com/issue-6-2018.html>

URL статьи: <https://mir-nauki.com/PDF/138PSMN618.pdf>

Статья поступила в редакцию 13.12.2018; опубликована 08.02.2019

Ссылка для цитирования этой статьи:

Овчинникова Ю.Е. Возможности и ограничения эмпирического исследования инвестиционного поведения // Интернет-журнал «Мир науки», 2018 №6, <https://mir-nauki.com/PDF/138PSMN618.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

For citation:

Ovchinnikova Yu.E. (2018). Opportunities and limitations of an empirical study of investment behavior. *World of Science. Pedagogy and psychology*, [online] 6(6). Available at: <https://mir-nauki.com/PDF/138PSMN618.pdf> (in Russian)

Работа выполнена при финансовой поддержке РФФИ, проект №18-01301232А «Психологические факторы и механизмы поведения россиян с различным уровнем финансовой грамотности»

УДК 159.923.3

ГРНТИ 15.41.21

Овчинникова Юлия Евгеньевна

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
Доцент кафедры «Управление персоналом и психология»

Кандидат психологических наук, доцент

E-mail: borjulia@mail.ru

РИНЦ: http://elibrary.ru/author_profile.asp?id=688997

Возможности и ограничения

эмпирического исследования инвестиционного поведения

Аннотация. В статье проанализированы основные типы и направления эмпирических исследований инвестиционного поведения. Несмотря на широкий спектр исследований, которые были проведены в области психологии инвестирования в последнее время, нет возможности составить целостную модель психологических факторов и механизмов, лежащих в основе инвестиционного поведения. Особенно это касается инвестиционного поведения россиян. Авторами были выделены возможности и ограничения двух типов исследований, встречающихся в литературе. Исследования первого типа носят общий характер: в них рассматриваются условия, оказывающие влияние на оценку рискованности различных альтернатив, выбор одной альтернативы из нескольких возможных и оценку человеком уверенности в своих суждениях. Они часто проводятся на материале неэкономического характера: например, респонденты могут выбирать правильные ответы в вопросах на общую эрудицию. Впоследствии полученные закономерности применяются при анализе и прогнозировании экономических решений. Подобные опросники обладают низкой валидностью и достоверностью. Один и тот же испытуемый в разных опросниках получает различные результаты и прогнозы своего инвестиционного поведения. Авторами было сделано предположение о том, что подобного рода сложности вызваны обусловленностью инвестиционного поведения эмоциональными процессами. Исследования второго типа проводятся на материале собственно инвестиционной активности: в них участвуют люди, принимающие решение о приобретении ценных бумаг в экспериментально созданной или реальной ситуации. По мнению авторов, игры, моделирующие реальные жизненные ситуации, обладают высокой прогностической способностью при исследовании круга психических явлений, наиболее тесно связанных с эмоциями. Большинство исследований такого типа

отвечают на вопрос о том, при каких условиях люди склонны к инвестиционной активности и по какому принципу они выбирают ценные бумаги. Оценка издержек и вознаграждений определяется целым рядом факторов: от индивидуальных особенностей человека до характеристик ценных бумаг и способа предъявления информации о них. Первоначально в качестве индивидуальных характеристик рассматривались социально-демографические особенности инвесторов – пол, возраст, этническая принадлежность, тип занятости, образование, профессия, уровень дохода. Интерес к этим переменным был обусловлен легкостью их измерения и возможности выделить группы потенциальных инвесторов по хорошо заметным признакам. Однако сопоставление инвестиционной активности с социально-демографическими показателями не позволяет ответить на вопрос, почему разные люди проявляют разный интерес к покупке ценных бумаг. Поэтому в последние годы все больший интерес вызывают личностные особенности, присущие инвесторам.

Ключевые слова: инвестиционное поведение; личностные особенности; социально-демографические особенности инвесторов; финансовая грамотность; склонность к риску; ограниченная рациональность; инвестиционная игра

Инвестиционное поведение как объект психологического исследования появился относительно недавно. Основная часть исследований инвестиционного поведения была проведена в европейских странах и США, где инвестиционная активность граждан в силу экономических обстоятельств гораздо выше, чем в России. Основным предметом в подобных исследованиях является инвестиционное поведение человека на рынке ценных бумаг. При этом можно выделить два основных подхода к пониманию природы данного поведения: «рациональный» и «нерациональный».

Основой для развития традиционного взгляда на финансы служит классическая теория принятия решений, которая предполагает, что рациональные лица, принимающие решения, оценивают все возможные результаты, а оптимальный выбор определяется путем нахождения максимально возможной ожидаемой полезности. Теоретики финансов предполагают, что люди, занимающиеся инвестиционной деятельностью, весьма рациональны и не склонны к риску, могут учесть текущие данные о доходе от ценных бумаг, а также рассчитать вероятность денежных потерь [1]. Данный подход вполне может объяснить принцип максимизации ожидаемой полезности, но обладает некоторыми недостатками. Например, он не учитывает то, что люди страдают от определенных поведенческих предубеждений. Другой подход, призванный описать реальное наблюдаемое поведение, называется «нерациональным». В нем подчеркивается иррациональность человеческого поведения и склонность людей опираться на ложные предположения. Поведенческие финансы используют достижения других наук и бизнес-дисциплин, чтобы понять решения, принимаемые инвесторами. Психологи и представители других общественных наук долгое время изучали поведение человека и накопили немало объяснений тому, как люди принимают решения. Благодаря передовым технологиям нейробиологии, теперь можно увидеть, как функционирование мозга влияет на финансовые решения в области нейроэкономики (нейрофинансирование). Представители «нерационального» подхода стараются найти причины тех или иных инвестиционных решений. Зачастую принятие решений происходит в ситуации неопределенности и дефицита времени, и инвесторы, будучи подвержены влиянию эмоций, принимают решения, опираясь на имеющиеся когнитивные схемы (эвристики). Это приводит к тому, что упускаются важные данные, а неважным обстоятельствам уделяется большое внимание [2].

Однако поведенческие финансы смоделировали финансовые явления, используя ряд идей, взятых из психологии, при этом не учитывая роль черт личности. Используя пятифакторную модель личностных качеств, а также другие методики, фиксирующие личность,

Durand, Newby и Sanghani (2013) обнаружили, что личностные качества связаны с широким спектром инвестиционных решений. Авторы продемонстрировали, что эффект диспозиции (слишком долго удерживать неудачников и слишком рано продавать победителей) и использование эвристик (полагаться на информацию, которая легко приходит на ум) определяются личностными качествами инвесторов. Было обнаружено, что чрезмерная уверенность и чрезмерная реакция на неожиданные новости связаны с личностными чертами [3].

Пятифакторная модель личности или «Большая пятерка» включает следующие черты: экстраверсия, нейротизм, открытость опыту, доброжелательность и добросовестность. Эти черты личности имеют нейробиологическое и генетическое обоснование. Исследования показывают, что большее количество сделок заключают люди с высоким уровнем нейротизма, низким уровнем экстраверсии, а также повышенной склонностью к риску. В то же время наибольшим количеством акций обладают люди с низким уровнем нейротизма, экстраверсии и добросовестности. Было также показано, что люди, принимающие участие в торгах на бирже, обладают меньшей сознательностью и доброжелательностью, чем те, кто в торгах не участвует. Был сделан вывод о том, что свойственной особенностью инвесторов является готовность нарушать установленные правила. Люди, стремящиеся инвестировать, менее отзывчивы и более критичны по отношению к окружающим [4].

Черты личности практически не подвержены изменениям, но многие авторы указывают на то, что они не являются единственными детерминантами поведения. Сторонники данной точки зрения указывают, что в разных ситуациях черты личности редко коррелирует с поведением выше уровня 0,30 или 0,40. Это объясняется высоким влиянием ситуационного фактора. Кроме того, люди часто сознательно преодолевают эти тенденции и корректируют свое поведение, когда они знают, что их самые естественные реакции неуместны или неприемлемы в определенных контекстах. Если люди начинают осознавать, что их диспозиционные тенденции (личностные черты) могут влиять на процесс принятия решения, они могут попытаться приложить усилия, чтобы не стать жертвами собственных недостатков.

Soane и Chmiel (2005) утверждают, что личность влияет на рискованное поведение, что можно понимать с точки зрения индивидуальных различий в диспозиционных мотивациях. Люди будут идти на риск или избегать рисков для достижения целей, соответствующих их личностным качествам. Например, экстраверты могут рисковать из-за их потребности искать возбуждение; люди с высоким уровнем совести могут быть более осторожны в принятии рискованных решений из-за их потребности в контроле, порядке и самодисциплине; люди с высоким уровнем нейротизма могут избегать рисков из-за боязни негативных последствий [5]. Nicholson et al. (2005) выделили общие риски в шести областях принятия решений, включая отдых, здоровье, карьеру, финансы, безопасность и социальные связи, которые положительно связаны с экстраверсией и открытостью опыту, и негативно связаны с нейротизмом, доброжелательностью и добросовестностью [6].

Остановимся более подробно на феномене рискованного поведения в контексте принятия инвестиционных решений. Существует описательный подход, согласно которому оценка людьми предполагаемого риска основана на допущениях об ограниченной рациональности, удовлетворенности, неприятии потерь и теории перспектив. Ограниченная рациональность заключается в том, что инвестор сокращает количество выборов до ряда сокращенных шагов. В условиях ограниченной рациональности люди будут выбирать вариант, который они считают удовлетворительным, и это может быть не оптимальным выбором. Влияет на это решение так называемая «боязнь потери», которая основана на идее о том, что инвесторы придают большее значение потерям, чем выгоде. Согласно теории перспектив, человек оценивает альтернативу потерь и выгод на основе приемлемого ориентира (или якоря)

в денежном выражении, относящемся к концепции боязни потери. Причиной несклонности к риску является, прежде всего, неуверенность и чувство страха перед возможными потерями. Это продемонстрировано в экспериментах, где две группы испытуемых (здоровые и больные с поражением зон мозга, отвечающих за эмоции) имитировали инвестирование в рискованные активы. В группе больных отсутствовала боязнь проигрыша, и, как следствие этого, они пренебрегали плохими рисками [7].

Что касается возможности эмпирического исследования склонности к риску и составления опросников, измеряющих этот показатель у конкретных людей, то здесь возникает достаточно много сложностей. Независимо от причины, будь то предвзятость или отсутствие надежной теоретической модели, анкеты, выявляющие склонности к риску сильно различаются. В своем научном исследовании Rice (2005) выделяет более 130 различных типов и форматов подобных анкет. В основном они содержат вопросы на самооценку склонности к риску при использовании финансовых инструментов [8]. Согласно Grable и Schumm (2010), типичный пример вопроса в данных опросниках выглядит следующим образом:

Какое из следующих утверждений ближе всего подходит к объему финансового риска, который вы готовы взять на себя, когда экономите или делаете вложения?

1. Принять существенный финансовый риск, ожидая получить существенную прибыль.
2. Взять финансовые риски выше среднего, рассчитывая получить доход выше среднего.
3. Взять средний финансовый риск, ожидая получить среднюю прибыль.
4. Не желаю рисковать.

Как отмечают Grable и Schumm, это один из немногих вопросов национальных опросников потребителей, и, следовательно, его доступность способствует широкому использованию в научной литературе [9, с. 118].

Rice (2005), анализируя опросники склонности к риску, находит большие различия как в самих способах описания склонности к риску, так и в оценке результатов. Автором была выделена 21 категория вопросов и в среднем 6,48 разных способов задать вопрос в данной категории. Например, категория временного горизонта включает 11 разных типов вопросов. Хотя в 35 % опросников отсутствует какая-либо привязка к временному горизонту, они все же дают ответ о распределении активов. При этом вопрос о возрасте инвестора часто не привязывается к финансовой цели человека. Это означает, что испытуемые, планирующие сэкономить деньги для покупки дома через год и инвестировать для выхода на пенсию в течение следующих 25 лет должны иметь одинаковую склонность к риску. Только 47 % опросников содержали более полезный вопрос «Когда вы будете использовать деньги?» [8].

Yook и Everett (2003) говорят о том, что подобные опросники обладают низкой валидностью и достоверностью. Один и тот же испытуемый в разных опросниках получает различные результаты и прогнозы своего инвестиционного поведения. Возможно, это связано с тем, что склонность к риску обусловлена в первую очередь эмоциональными процессами, что всегда трудно для диагностики [10].

Многие авторы указывают на большое значение эмоционального фактора в инвестиционном поведении. Эмоции влияют на то, как инвесторы оценивают инвестиционный продукт и принимают решение, покупать или продавать ценные бумаги. Rubaltelli et al. (2010) исследовали эмоциональный отклик инвесторов на различные виды взаимных фондов. Респонденты оценивали обычный фонд и социально-ответственный фонд на предмет того, по какой цене они были готовы продать акции в случае их убыточности. Эмоциональное

отношение к этим типам фондов влияло на принятие решения о продаже [11]. Эмпирические исследования показывают, что деятельности компании с точки зрения этичности влияет на стремление приобретать ее акции. Если люди относятся оптимистично к результату деятельности компании, а также наблюдают положительный эффект, который компания принесет обществу, то такие акции покупаются лучше [12]. В то же время, низко оценивая этичность деятельности компании и наблюдая за крахом больших компаний, инвесторы демонстрируют невысокую готовность покупать акции [13].

Aspara и Tikkanen (2011) провели опрос более 400 индивидуальных инвесторов из Северной Европы, чтобы определить, насколько эмоциональные реакции на деятельность компании могут стать дополнительной мотивацией инвестировать в акции фирмы. Было показано, что большинство индивидуальных инвесторов имеют сильные эмоциональные реакции, которые обеспечивают «дополнительную мотивацию инвестировать в акции компании снова». Авторы объясняют такое положительное отношение к акциям компании самоидентификацией индивида с брендом или компанией [14].

Wang, Keller и Siegrist (2011) изучали предполагаемый риск в отношении инвестиций 1249 респондентов из немецкоязычного сообщества Швейцарии. Основным выводом исследования заключается в том, что участники воспринимают менее сложные инвестиции (то есть более легкие для понимания), как менее рискованные [15]. Из этого следует, что люди могут переоценить риск определенной инвестиции из-за отсутствия знаний или, наоборот, недооценивать риск из-за самоуверенности. Результаты подобных исследований следует учитывать при составлении опросников инвестиционного поведения.

На наш взгляд, высокой прогностической способностью при исследовании круга психических явлений, наиболее тесно связанных с эмоциями, являются различного рода игры, моделирующие реальные жизненные ситуации. В литературе встречается описание множества инвестиционных игр, которые в основном используются для повышения финансовой грамотности и развития способностей к инвестиционной деятельности. Например, участникам предлагается ситуация, в которой они могут использовать наличные деньги, предоставленные им в начале эксперимента, для инвестирования в фиктивный актив, который, как им говорят, будет увеличиваться в цене с определенной скоростью. Актив «живет» неопределенный срок. Игра может случайно остановиться на каждом временном шаге с вероятностью $p = 0,01$. Ожидается, что игра будет длиться около 100 временных шагов. Субъектам также сообщают, что случайные обстоятельства влияют на цену актива в каждом периоде, предлагают формулы для расчета динамики инвестиций.

Для того, чтобы сделать эксперимент более интересным и торговать при более неблагоприятных условиях, траектория цены актива призвана реагировать на решения субъектов так, чтобы имитировать влияние на рынок на реальных финансовых рынках [16]. В результате таких игр мы можем выявить более и менее успешных, с точки зрения инвестирования, респондентов. Для понимания истинных психологических механизмов, влияющих на инвестиционное поведение, необходимо на этапе исследования диагностировать индивидуально-психологические особенности игроков и учесть все социально-демографические факторы.

Таким образом, несмотря на широкий спектр исследований, которые были проведены в области психологии инвестирования в последнее время, нет возможности составить целостную модель психологических факторов и механизмов, лежащих в основе инвестиционного поведения. Особенно это касается инвестиционного поведения россиян. Необходимо проводить дальнейшие комплексные эмпирические исследования с применением методов опроса, моделирования, активного экспериментирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ming-Ming L., Low K.L.T., Ming-Ling L. Are Malaysian investors rational? // Journal of Psychology and Financial Markets. 2001. Vol.2. P. 210-215.
2. Viola Angelini, Danilo Cavapozzi (2017) Dispositional optimism and stock investments. Journal of economic psychology, 59, 113-128.
3. Durand, Robert B., Rick Newby, Leila Peggs, and Michelle Siekierka. 2013. "Personality". Journal of Behavioral Finance 14:2, 116-133.
4. Гагарина М.А. Психологические особенности лиц с различными инвестиционными предпочтениями // Психология человека как субъекта познания, общения и деятельности отв. ред. В.В. Знаков, А.Л. Журавлев. Москва, 2018. с. 2109-2115.
5. Soane, Emma, and Nik Chmiel. 2005. "Are Risk Preferences Consistent? The Influence of Decision Domain and Personality". Personality and Individual Differences 38:8, 1781-1791.
6. Nicholson, Nigel, Emma Soane, Mark Fenton-O'Creevy, and Paul Willman. 2005. "Personality and Domain-Specific Risk Taking". Journal of Risk Research 8:2, 157-176.
7. Пахомов А.П., Судбина Н.Е. Эмоциональные аспекты процесса принятия решений: термодинамический подход // Экспериментальная психология. – 2013. – том 6, № 3. – с. 31-52.
8. Rice, Douglas. 2005. "Variance in Risk Tolerance Measurement: Toward a Uniform Theory". Doctoral Dissertation, Golden Gate University.
9. Grable, John E., and Walter Schumm. 2010. "An Estimate of the Reliability of the Survey of Consumer Finances Risk-Tolerance Question". Journal of Personal Finance 9:1, 117-131.
10. Yook, Ken C., and Robert Everett. 2003. "Assessing Risk Tolerance: Questioning the Questionnaire Method". Journal of Financial Planning 16:8, 48-55.
11. Rubaltelli, Enrico, Giacomo Pasini, Rino Rumiati, Robert Olsen, and Paul Slovic. 2010. "The Influence of Affective Reactions on Investment Decisions". Journal of Behavioral Finance 11:3, 168-176.
12. Puri M., Robinson D.T. Optimism and economic choice // Journal of Financial Economics. 2007. Vol.86. P. 71-99.
13. Yao S., Luo D. The economic psychology of stock market bubbles in China // The World Economy. 2009. P. 667-691.
14. Aspara, Jaakko, and Henriikki Tikkanen. 2011. "Individuals' Affect-Based Motivations to Invest in Stocks: Beyond Expected Financial Returns and Risks." Journal of Behavioral Finance 12:4, 78-89.
15. Wang, Mei, Carmen Keller, and Michael Siegrist. 2011. "The Less You Know, the More You Are Afraid of a Survey on Risk Perceptions of Investment Products." Journal of Behavioral Finance 12:1, 9-19.
16. Shull, Denise. 2012. Market Mind Games: A Radical Psychology of Investing, Trading and Risk. New York: McGraw-Hill.

Ovchinnikova Yuliya Evgen'evna

Financial university under the government of the Russian Federation, Moscow, Russia
E-mail: borjulia@mail.ru

Opportunities and limitations of an empirical study of investment behavior

Abstract. The article analyzes the main types and directions of empirical studies of investment behavior. Despite a wide range of research in the field of psychology, investment in recent years does not allow for a holistic model of psychological factors and phenomena that underlie investment behavior. This is especially true of the investment behavior of Russians. The possibilities and limitations of the two types of research found in the literature were highlighted. The studies of the first type are of a general nature: they influence the risk assessment of various possibilities. For example, respondents may choose the correct answers to questions about general erudition. Legislative and regular economic decisions. Such surveys have low accuracy and credibility. The same subject in different questionnaires receives different results and predictions of their investment behavior. It was assumed that such difficulties are caused by emotional processes caused by investment behavior. Studies related to the acquisition of securities in an experimentally created or real situation. According to the authors, games that simulate real life situations have a high predictive ability in the study of a range of mental phenomena that are often associated with emotions. People are prone to investment activity and on what basis, they choose securities. Valuation and remuneration are determined by a number of factors: Initially, the socio-demographic characteristics of investors – gender, age, ethnicity, type of employment, education, profession, income level – were taken into account as individual characteristics. Have the ability to distinguish groups of potential investors in well-marked signs. However, comparable investment activity with socio-demographic indicators does not allow answering the question of why different people show different interest in purchasing securities. In recent years, personal qualities inherent in investors are becoming more and more interesting.

Keywords: investment behavior; personal characteristics; socio-demographic characteristics of investors; financial literacy; risk appetite; limited rationality; investment game