

УДК 339.72.015

Валентієва О.В., к.е.н.,

Кременчуцький університет економіки, інформаційних технологій і управління,

Гноєвий В.Г., к.е.н.,

Кременчуцький інститут Дніпропетровського університету ім. А. Нобеля.

ПРОБЛЕМИ ПРОЦИКЛІЧНОЇ ПОВЕДІНКИ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ

Анотація. У статті розглянуті психологічні основи поведінки інституційних інвесторів. Пропонується переглянути традиційні підходи та більш широко застосовувати концепцію поведінкових фінансів при розробці заходів регулювання фінансових ринків.

Ключові слова: регулювання, інституційні інвестори, ірраціональність, волатильність, біхевіористська теорія фінансів

Аннотация. В статье рассмотрены психологические основы поведения институциональных инвесторов. Предлагается пересмотреть традиционные подходы и более широко применять концепцию поведенческих финансов при разработке мер регулирования финансовых рынков.

Ключевые слова: регулирование, институциональные инвесторы, иррациональность, волатильность, бихевиористская теория финансов

Annotation. The article discusses the limitations of existing methods of influence of financial regulators on the behavior of institutional investors in financial markets. Irrational behavior, which is considered by economists deviant and random, actually phenomenon is much more common, especially when it comes to making decisions in conditions of uncertainty. The combination of certain properties of human psychology in general, increases the volatility of the financial markets and the emergence of «short-term memory» of the market and to fluctuations in the long term. The irrationality of the behaviour of the investor is an underestimation of the events that occurred in the distant past, in relation to the events in the recent past. The market is not capable to be in equilibrium, but is constantly around her.

Speculative direction of financial markets, which in many cases fueled by ірраціональністю investor behavior, provides existence of financial cycles with price parameters is too distant from the state of the real economy. Given this, attempts to regulate financial markets by means of traditional economy is counter-productive. Offered more widely apply the concept of behavioral finance in developing measures of regulation.

Keywords: regulation, institutional investors, irrationality, volatility, behavioral finance theory

Постановка проблеми. Значною проблемою в світовій економіці є існування досить великого обсягу спекулятивного капіталу, який готовий в пошуках арбітражу мігрувати з однієї економіки в іншу, переливатися з одних інструментів в інші, посилюючи фінансову нестійкість як у національному, так і в світовому масштабі.

Особливістю фінансово-економічної кризи 2008-2009 р.р. став масовий розпродаж активів інституціональними інвесторами, що з урахуванням обсягу коштів, вкладених в ці активи, привело до стрімкого падіння ринків. З огляду на багатоаспектність зв'язків фінансових та інших ринків, це стало причиною зменшення ділової і інвестиційної активності та зниження основних макроекономічних показників майже у всіх країнах світу.

Аналіз останніх досліджень. Такі наслідки спонукали міжнародні фінансові організації до розробки ряду заходів попереджувального характеру, що покликані знизити проциклічність поведінки найбільш великих

учасників фінансових ринків. Нажаль, ці заходи, як і раніше, повністю базуються на механістичному підході, що лежить в основі нині діючих моделей регулювання ринків [1].

В той же час повністю ігнорується елемент ірраціональності в поведінці інституційних інвесторів, що може звести нанівець ці намагання. В цьому аспекті є цікавою думка Роберт Шиллера, який, стверджуючи про ірраціональність поведінки фінансових ринків, пропонував не скорочувати, а розвивати фінансову сферу в рамках реалізації вирішення проблеми регулювання ринків. Він стверджує, що просування вперед пов'язане «з розвитком фінансів, більш новаторськими демократичними фінансами, а також фінансами в більш досконалої організаційно-правової середовищі» [2].

Виклад основного матеріалу. Багато інституційних інвесторів, як правило, мають довгі інвестиційні горизонти, які дозволяють їм перечекаати короткострокову волати-

льність цін на активи і, теоретично, уникнути пасток, які з'являються в результаті «стандної» поведінки. Однак остання криза показала, що різні типи інституціональних інвес-

торів не захищені від цієї форми ірраціональної поведінки, приклади якої наведені нижче (табл. 1, [1]).

Таблиця 1

Категорія	Приклади
Пенсійні фонди	Активно продавали активи під час кризи
Страхові фонди	Розпродавали активи, щоб розчистити свої баланси. Те ж саме страхові компанії робили під час падіння ринку в 2001-2003 р.р.
Ендаументи	Ендаумент Гарварда знизив обсяги активів майже на 3 млрд. дол.
Фонди взаємних інвестицій	Продемонстрували проциклічну поведінку: збільшували інвестиції під час підйому і зменшували під час спаду
Суверенні фонди (SWF)	Деякі суверенні фонди були частково витрачені на порятунок банківського сектора
Центральні банки	Глави Центральних банків приєдналися до погоні за якістю, і колективними зусиллями вивели більше 500 млрд. дол. з банківського сектора з грудня 2007 р. по березень 2009 р.

В активній фазі кризи інституційні інвестори рухалися разом з ринком. Коли криза посилилась, побоювання з приводу збереження капіталу змусили цю групу інвесторів відмовитися від стратегії довгострокових інвестицій і перевести свої кошти в більш безпечні класи активів.

Незважаючи на те, що на світові ринки повернулася деяка впевненість, існують деякі побоювання, пов'язані з впливом поступової відмови від кількісного пом'якшення в розвинених країнах. Така політика стримує волатильність на низьких рівнях, внаслідок чого деякі інвестори схиляються до інвестицій в активи або у ринки з високим ступенем ризику.

За даними МВФ, позитивні перспективи зростання і зниження ризиків у країнах з економікою, що формується, на тлі зниження глобального ризику вже призвели до збільшення інвестицій в акції та облігації їх резидентів. Можливий негативний шок на цих ринках потенційно може привести до розвороту інвестиційних потоків, порівняний за своїми масштабами з відтоком під час останньої фінансової кризи. Прикладом подібного розвороту є виведення інвесторами своїх коштів з акцій і облігацій ринків, що був викликаний заявою Федеральної резервної системи США про потенційне зупинення заходів кількісного пом'якшення.

Багато довгострокових інвесторів, особливо деякі SWF, мають відносно велику пи-

тому вагу довгострокових зобов'язань. До того ж, за даними ОЕСР, інституційні інвестори, як правило, мають стабільний чистий приплив доходів і тому можуть проводити контрциклічну інвестиційну політику [1].

Як показує Дж. Сігел, чим довше інвестиційний горизонт при інвестиціях в акції, тим нижча ймовірність збитків. Якщо вкласти кошти на рік, то найгірший результат за останні майже 200 років становить мінус 38,6%, найгірші п'ять років дають тільки мінус 11%, найгірші 10 років - мінус 4,1%, а гірші 30 років - плюс 2,6% (всі дані - в реальному вираженні) [3].

Дії інвесторів на фінансових ринках, з одного боку, знижують поточну волатильність і стабілізують ринки в короткостроковому періоді, з іншого - деформують довгостроковий тренд, викликаючи великі фінансові цикли. Таким чином, фінансовий цикл сам по собі має поведінкову, а значить, інституційну природу. Більше того, є всі підстави вважати комбінацію імпульсної та корегуючої хвилі такого циклу варіантом фінансової «бульбашки».

Емпіричні дослідження свідчать про наявність деяких закономірностей в очікуваннях інвесторів і про їх невідповідність теорії раціональних очікувань. Так, чим багатший інвестор, тим більше завищеними виявляються його очікування щодо зростання ринку в майбутньому. Аналогічно, чим молодшим є інвестор і чим краще були його попе-

редні доходи від інвестування у фінансові активи, тим більш оптимістично він оцінює майбутні перспективи динаміки цін певного активу [4].

У цьому аспекті викликає інтерес поведінковий підхід до аналізу та прогнозування ринків фінансових активів, який відомий вже досить давно, але якому знадобиться ще багато часу, щоб стати популярним при прийнятті рішень в наднаціональних фінансових установах. Однією з таких теорій є біхевіористська теорія фінансів.

Як відомо, біхевіористська теорія фінансів, критикуючи неокласичну модель економічної поведінки індивідів, полягає у виявленні стійких відхилень реальної поведінки економічних агентів від послідовності дій, що передбачаються неокласичними стандартними моделями, і пояснює їх поведінковими (психологічними) чинниками.

Нераціональна поведінка, що вважається економістами девіантною і випадковою, насправді явище набагато більш поширене, особливо, коли мова йде про прийняття рішень в умовах невизначеності.

Поєднання певних властивостей людської психології в цілому підвищує волатильність фінансових ринків і призводить до виникнення «короткострокової пам'яті» ринку і до коливань у довгостроковій перспективі. При цьому ринок в принципі не здатний бути в стані рівноваги, а постійно перебуває навколо неї [5].

Таким чином, ця теорія припускає поділ усіх інвесторів на раціональних і ірраціональних. Вважається, що раціональна поведінка базується на визначенні дійсної ціни активу з подальшими відповідними діями на ринку. У той час, як ірраціональна поведінка властива інвесторам, які діють на підставі безладної і безсистемної інформації - шуму, як якби це були реальні дані. Ірраціональні трейдери ґрунтуються на сигналах технічного аналізу, на порадах брокерів або консультантів і ірраціонально вірять у те, що ці сигнали дають їм всю необхідну інформацію.

Характерною особливістю раціональної поведінки є необхідність враховувати так званий ризик синхронізації. Суть його в наступному: якщо одному, навіть великому, інвестору не під силу обвалити ринок, і він не знає, що робитимуть інші - грати на під-

вищення або пониження. Він може певний час не грати на зниження, а чекати, коли ситуація стане більш очевидною. Тобто, у раціональних гравців може не бути стимулу грати на зниження, навіть якщо вони своїми діями здатні привести ціну в нормальний стан.

У підсумку раціональні стоять перед вибором: діяти виходячи зі своїх уявлень про вартість активу, або ж зіграти з ірраціональними в гру на підвищення. У разі, якщо ірраціональних, ще не вступили в гру, багато, зростання може продовжитися. При цьому раціональні розуміють, що ірраціональні здатні екстраполювати в майбутнє минуле зростання, а отже, при перевищенні певних цінкових рівнів саме купувати, а не продавати. Ось що мав на увазі Джон Мейнард Кейнс, коли говорив, що «ринки можуть помилятися рівно настільки, скільки ви можете платити».

Однак, як показали дослідження, наявність двох типів інвесторів не є обов'язковою умовою надування «бульбашки». Вони можуть роздуватися і там, де всі трейдери раціональні і мають раціональні очікування. Для її надування достатньо лише наявності різного ставлення до ризику серед інвесторів і, відповідно, дисперсії в застосовуваних ставках дисконтування. При різних ставках дисконтування будуть отримані різні оцінки одного й того ж активу різними інвесторами, навіть якщо ці інвестори однаково оцінюють його фінансові перспективи. Такі «бульбашки» отримали назву раціональних [6].

Висновок. Отже, апріорна спекулятивність фінансових ринків, яка в багатьох випадках підживлюється ірраціональністю поведінки значної частини інвесторів, зумовлює існування фінансових циклів. Іншими словами, вона створює ідеальні умови для формування фінансових «бульбашок» з цінковими параметрами, надто далекими від стану реальної економіки. Фінансові ринки і, зокрема, ринки деривативів в нинішньому стані виявляються нездатні визначати майбутні ціни, а збіг ринкової ціни і обґрунтованої (фундаментальної) ціни є в значній мірі випадковістю, ніж закономірністю. Таким чином, спроба регулювати фінансові ринки засобами традиційної економіки, на

нашу думку, буде малоефективною. В той же час використання методів і прийомів поведінкових фінансів може значно розшири-

ти арсенал засобів регулювання ринків та зробити його більш ефективним та дієвим.

Література:

1. Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges // Michael G. Papaioannou, Joonkyu Park, Jukka Pihlman, and Han van der Hoorn. IMF Working Paper, September 2013 Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40939>
2. От провидца к новатору / Финансы и развитие Ежеквартальный журнал МВФ № 4 (45), 2008, С.4-7
3. Джереми Сигел. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью // Издательство: Питер, 2010. – 416 с.
4. Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости / Дробышевский С. М. [и др.]. - М.: ИЭПП, 2009. - 136 с.:
5. Финансовый менеджмент. Бригхэм Ю., Эрхардт М. ООО "Питер-Пресс" 2009. – 960 с.
6. http://www.nnre.ru/delovaja_literatura/anatomija_finansovogo_puzyrja