Розничные инвесторы и поведенческие финансы: почему Канеман не поможет вам продать свои акции

Никита ДЕМИДОВ,
руководитель направления IR в ПАО «Ламбумиз», к. э. н.

«Иллюзия понимания заставляет нас переоценивать то, насколько хорошо мы разбираемся в мире».
(Даниэль Канеман)

Розничные инвесторы стали одной из основных движущих сил, которая определяет динамику цен на финансовые активы, иногда даже задает инвестиционные тренды и определяет спрос на IPO. Поведенческие финансы как междисциплинарное направление экономических и финансовых исследований уже давно изучают поведение розничных инвесторов и порождаемые ими рыночные неэффективности, стадность, фондовые пузыри и регулярно встречающиеся расхождения с оптимальным экономическим поведением рациональных инвесторов. В настоящее время часто появляются предложения использовать подходы поведенческих финансов для увеличения эффективности работы с розничными инвесторами, в том числе в процессе IPO, а также для разработки и предложения новых финансовых продуктов, выстраивания коммуникаций с инвесторами. Важно отметить, что прикладное использование поведенческих финансов имеет ряд серьезных допущений и ограничений, которые следует учитывать.

Поведенческие финансы за последние десятилетия «помирились» с классическими, градус противостояния снизился

ОСНОВНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ПРАКТИЧЕСКОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

Отмечу, что основополагающие исследования были опубликованы еще в конце прошлого века. Знаменитая фундаментальная для поведенческих финансов работа Канемана и Тверски датируется 1979 годом (Kahneman, D., and A. Tversky. 1979. «Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk». Econometrica). Со времени написания, несомненно, выдающихся трудов, удостоенных впоследствии Нобелевской премии, значительных прорывов здесь не произошло, а поведенческая теория портфеля (Shefrin H. and Statman M. 2000. «Behavioral Portfolio Theory») задействует крайне сложный для обычного инвестора математический

аппарат и в реальных инвестициях практически бесполезна. Даже вопрос корректного использования базового понятия — «поведенческое искажение» (bias) — требует целого исследования.

• Эффект отклонений от рациональности поведения розничных инвесторов, раскрытых в поведенческих финансах, контекстно зависим и не имеет универсальных обобщений. Объясню, что я имею в виду: мы все уже хорошо понимаем, что такое рыночные пузыри, но прогнозируем их также плохо. Забавно, что само по себе осознание «задним числом» таких рыночных ситуаций — это уже само по себе поведенческое искажение (hindsight bias).

• Поведенческие финансы за последние десятилетия «помирились» с классическими, градус противостояния снизился. Осталось лишь признание факта, что для разных состояний рыночной эффективности применимы совершенно разные подходы. Теперь осталось только понять, как определить текущее состояние рыночной эффективности…

• Необходимо учитывать, что поведенческие финансы присваивают обобщающие характеристики всем розничным инвесторам. На самом деле розничные инвесторы также требуют внутренних классификаций и разных подходов.

Значительную часть подходов поведенческих финансов профессионалы уже давно используют, даже, возможно, не понимая, откуда появились эти инструменты.

ПРИМЕРЫ ПРАКТИЧЕСКОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

• Красивые стратегии брокеров, презентации банков с фотографиями успешных людей на фоне яхт, яркие годовые отчеты эмитентов используют эффект фрейминга (frame dependence).

• Такой финансовый продукт, как структурный продукт с полным или частичным сохранением капитала, использует базовую для поведенческих финансов теорию перспектив (prospect theory) и желание инвесторов избегать отрицательных сделок (regret aversion).

• Публикация прогнозов, целевых уровней аналитиками, эмитентами создает эффект якоря (anchoring).

• Упоминание в раздаточном материале профессиональных номинаций, высоких оценок аналитиков или рейтинговых агентств — создание эффекта ореола (halo effect).

• Инвестиционные блоги, equity story эмитентов в ряде случаев базируются только на красивых историях (narrative fallacy, confirmation bias).

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ЭФФЕКТЫ МОДЕЛЕЙ КОММУНИКАЦИЙ, СВЯЗАННЫХ С ПОВЕДЕНЧЕСКИМИ ФИНАНСАМИ

Классические шаблонные форматы взаимодействия с потенциальными клиентами, которые учитывают поведенческие паттерны, используются на практике все реже.

Управление ожиданиями, вниманием и доверием в IR-практиках через понимание поведенческих искажений также может иметь негативные последствия. Если клиент сталкивается с манипуляцией, а использование «приемов продаж», как и механизмов «подталкивания» к принятию решений из поведенческой экономики, часто дает обратный эффект, подрывая уровень доверия инвесторов. Доверие разрушается гораздо быстрее, чем создается.

Широко рекламируемое сейчас использование ИИ для работы на финансовых рынках с точки зрения поведенческих финансов порождает множество вопросов. ИИ, даже специально обученные для работы с финансовыми моделями, сами имеют серьезные поведенческие искажения (Are LLMs rational investors? A Study on Detecting and Reducing the Financial Bias in LLMs. Yubang Zhou).

ЧТО МОЖНО ПОСОВЕТОВАТЬ УЧАСТНИКАМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ, ЧТОБЫ УВЕЛИЧИТЬ ЭФФЕКТИВНОСТЬ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

• Не бояться иногда отходить от устоявшихся форматов коммуникаций и пробовать новые подходы. Именно так появились экскурсии на производство, интерактивные отчеты, AMA (Ask Me Anything) сессии эмитентов и инвесторов.

• Внимательно изучите геймификацию. Когда берешь в руки брокерские приложения, становится очевидным, что их разработчики точно являются прилежными учениками… Однако в остальных точках касания с инвесторами остается еще множество зон развития.

• Присмотритесь к новомодным подходам нейробиологии: я уже жду, когда определение риск-профилей клиентов будет реализовано с помощью нейрошлемов…

• Категорически нельзя рассматривать инвесторов как толпу. Воспринимайте их как свое сообщество и используйте соответствующие инструменты (community management). Хотите работать с инструментами управления толпой, создавая у нее стадные эффекты (herding), такие как эффект «сожаления по упущенной прибыли» — FOMO (Fear of Missing Out), будьте готовы к тому, что обратной стороной будет растущая волатильность, когда толпа отправится «на выход».

• Розничные инвесторы теперь больше реагируют на частоту и формат контакта, чем на глубину редких разовых сообщений (availability bias). Однако формальное постоянное присутствие не должно стать для инвесторов информационным шумом, что не позволит успешно транслировать рынку важные сигналы. В то же время счет всегда «на табло», и тренд на снижающиеся по объективным причинам котировки не сможет изменить и продуманные коммуникации.

• Не пытайтесь нарративом, красивыми картинками заменить объективные данные и результаты ваших эмитентов, стратегий управления, финансовых продуктов. Помните, что такой подход срабатывает обычно только один раз. Не считайте своих клиентов иррациональными, а себя образцом адекватности (overconfidence). Не придумывайте «сказки» для инвесторов, а обеспечивайте точную интерпретацию информации.

• Читайте книги и исследования по поведенческим финансам: вы лучше будете понимать рынки, но не добавляйте понравившиеся идеи в IR-политику или книги продуктов.

• Будьте по возможности максимально честными и открытыми. С одной стороны, эта рекомендация стала уже общим местом, но придерживаются ее, по отзывам инвесторов, далеко не всегда. Честность и открытость всегда являются отличным капиталом для долгосрочной работы.

Таким образом, поведенческие финансы на финансовом рынке, где превалируют розничные инвесторы, — это не «теория всего», а скорее актуальное направление в экономике и финансах, которое само ищет пути дальнейшего развития. Поведенческие финансы профессионалам рынка необходимо изучать, хорошо представляя не только их возможности, но и ограничения.