

ГОДИШНИК НА СОФИЙСКИЯ УНИВЕРСИТЕТ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ“

СТОПАНСКИ ФАКУЛТЕТ

Том 15, 2018

ANNUAL OF SOFIA UNIVERSITY “ST. KLIMENT OHRIDSKI”

FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS ADMINISTRATION

Volume 15, 2018

---

## ОТ КЛАСИЧЕСКА КЪМ ПОВЕДЕНЧЕСКА ФИНАНСОВА ТЕОРИЯ

ТЕОДОР СЕДЛАРСКИ, ГАБРИЕЛА ГЕОРГИЕВА

*Софийски университет „Св. Климент Охридски“, Стопански факултет  
Катедра Икономика*

*e-mail: sedlarski@feb.uni-sofia.bg*

*Teodor Sedlarski, Gabriela Georgieva. TOWARDS BEHAVIORAL FINANCE THEORY*

This article summarizes fundamental concepts in the emerging field of behavioral finance theory. Traditional financial models are being extended with behavioral ones, which assume that markets are inefficient, market players are boundedly rational and investment bubbles exist, potentially leading to large scale financial crises. Behavioral finance enhances main theoretical elements of the contemporary financial paradigm – the portfolio theory, the capital asset pricing model and the efficient market hypothesis, substituting them with behavioral portfolio theory, behavioral asset pricing model and the adaptive market hypothesis. These are briefly analyzed in the article, as well as various known heuristics and financial market anomalies.

*Key words:* prospect theory, behavioral finance, heuristics, behavioral asset pricing model.

**JEL:** G02, G11, D03

### УВОД

*Поведенческите финанси* (англ. behavioral finance) са ново, бързо развиващо поле на икономическата наука. Поведенческите финанси следват научния метод в областта на финансите, но го разширяват като включват ас-

пекти от когнитивната психология. Икономическите субекти се стремят да правят рационален избор, но способността и ресурсите им са ограничени. В действителност човешкото поведение е ирационално, защото вземането на решения често се основава на т.нар. *евристики* (англ. heuristics), които водят до отклонения от съвършено рационалния избор (англ. behavioral biases). Оказва се, че в много случаи прогнозите, основани на класическите постулати, се разминават с реалността (срв. със *Седларски, Димитрова*, 2014; 2016; *Ариели*, 2012; *Канеман*, 2012; *Куигин*, 2013). Например съгласно класическата финансова теория инвеститорите са рационални – ценните книжа винаги са оценени точно с оглед на цялата релевантна информация, а пазарите не могат да бъдат „победени“ (т.е. не може да се извлича печалба от покупката и продажбата на активи на различни цени, инвеститорите не могат да генерират последователни и свръхпечалби). Инвестиционните балони не съществуват на рационалните пазари. Последната международна финансовата криза показва, че класическата финансова теория е неспособна изцяло да обясни поведението на икономическите агенти (срв. със *Седларски, Димитрова*, 2016). Ето защо традиционните финансови модели биват допълнени от поведенчески модели, в които се приема, че пазарите са неефективни, пазарните субекти са ирационални и съществуват инвестиционни балони, които са причина за възникването на финансови кризи (срв. с *Ackert, Deaves*, 2010, с. 4; *Куигин*, 2013, 59 – 64; *Шърмър*, 2010, 131 – 154, *Ариели*, 2012).

Основни модели в традиционната финансова теория са „*теорията на портфейла*“ (англ. portfolio theory), „*моделът за оценка на капиталовите активи*“ (англ. capital asset pricing model) и „*хипотезата на ефективните пазари*“ (англ. efficient market hypothesis).

Поведенческите финанси допълват и разширяват традиционната теория с „*теорията на перспективите*“ (англ. prospect theory), евристиките като „*прекалена самоувереност*“ (англ. overconfidence), „*умственото счетоводство*“ (англ. mental accounting) и др. Изследванията в областта на поведенческите финанси се простират до „*поведенческата теория на портфейла*“ (англ. behavioral portfolio theory), „*поведенческият модел за оценка на активите*“ (англ. behavioral asset pricing model) и „*хипотезата за адаптивните пазари*“ (англ. adaptive market hypothesis). В табл. 1 са съпоставяени основните постулати на теорията на традиционните и на поведенческите финанси.

**Таблица 1.** Сравнение на основните теории в класическите и поведенческите финанси

Класически финанси	Поведенчески финанси
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвеститорите са рационални</li> <li>• Традиционна теория на портфейла</li> <li>• Модел за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM) (Очакваната възвръщаемост е функция само на риска)</li> <li>• Хипотеза на ефективните пазари</li> <li>• Пазарите са ефективни</li> <li>• Теория на очакваната полезност</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвеститорите са нерационални</li> <li>• Поведенческа теория на портфейла</li> <li>• Поведенчески модел за оценка на активите (Behavioral Asset Pricing Model, BAPM) (Очакваната възвръщаемост е функция на други поведенчески променливи)</li> <li>• Хипотеза на адаптивните пазари</li> <li>• Пазарите са неефективни</li> <li>• Теория на перспективите</li> </ul>

Източник: Ackert, Deaves (2010).

## ТЕОРИИ НА ПОРТФЕЙЛА

Важен принос в съвременните финанси е **теорията за формиране на оптимален портфейл**. Хари Марковиц получава Нобеловата награда за икономика през 1990 г. за разработването на теорията на портфейла. Марковиц привежда доказателства, че докато възвръщаемостта на комбинация от ценни книги е средната стойност на възвръщаемостта на всяка ценна книга в портфейла (претеглена с теглото си в портфейла), рискът не е средна аритметична величина. Събирането на ценни книги в портфейл може да намали риска, при което рискът на целия портфейл ще зависи от корелацията между възвръщаемостта на активите. Инвеститорите съставят своите портфейли по отношение на очакваната възвръщаемост и риска. Целта им е да създадат портфейл с максимална възвръщаемост за определено ниво на риска. Според стандартната финансова теория инвеститорите разполагат с една и съща информация и имат сходни очаквания. Следователно всички биха държали *пазарния портфейл* като най-ефективен (Baker, Ricciardi, 2014, 28 – 29).

Основна характеристика на **поведенческата теория на портфейла** е допускането, че инвеститорите имат по няколко инвестиционни цели, затова възприемат своите портфейли не като единно цяло, както предвижда теорията на портфейла на Марковиц, а като портфейли, състоящи се от отделни слоеве от „*мисловни сметки*“ (англ. *mental accounts*, вж. Thaler, 1999). Слоевите от *мисловни сметки* са свързани с конкретни инвестиционни цели. Един слой може да бъде предназначен да защитава инвеститорите от бедност – предпазване от материални сривове (англ. *downside protection*). Друг слой – да им даде възможност да забогатеят, постигайки висока въз-

възвращаемост на вложенията (англ. *upside potential*) (Shefrin, Statman, 2000). Например една инвестиционна цел на икономическите агенти може да бъде да се погрижат за пенсионното си осигуряване, а друга – да подобрят стандарта си на живот. Отношението към риска е различно в отделните слоеве. От една страна, те са по-предпазливи, когато целят сигурност, и инвестират парите си в пенсионни сметки, от друга страна търсят риска, когато се стремят да забогатеят.

Този аспект от поведенческата теория на портфейла е представен на фиг. 1. Когато инвеститорите избягват риска, са в долния слой на пирамидата, а когато търсят риска, са в горния слой (Shefrin, Statman, 2000).



Фиг. 1. Поведенческа теория на портфейла

Източник: Shefrin, Statman (2000).

Традиционната теория на портфейла не взема под внимание индивидуалните цели и наличието на подпортфейли с различни предназначения, както поведенческата теория на портфейла (Baker, Ricciardi, 2014, с. 38). Изследванията в областта на поведенческите финанси обаче показват, че инвеститорите са мотивирани от специфични цели, а не от отношението им към риска като цяло, както твърдят стандартните икономически теории (Shefrin, Statman, 2000).

Възниква въпросът доколко сходни са резултатите на теорията на портфейла на Марковиц и на поведенческа теория на портфейла?

Шефрин и Статман (Shefrin, Statman, 2000) привеждат доказателства, че двете теории не водят до еднакви резултати. Инвеститорите, чието поведение се описва от поведенческата теория на портфейла, избират портфейли с оглед на очакваното резултатно богатство, нуждата от сигурност и емоциите. Този факт обяснява защо инвеститорите държат различни оптимални портфейли (Baker, Ricciardi, 2014, с. 604).

## МОДЕЛИ ЗА ОЦЕНКА НА АКТИВИТЕ

### *Модел за оценка на капиталовите активи*

Моделът за оценка на капиталовите активи (англ. Capital Asset Pricing Model, CAPM) е първият модел за оценка на стойността на ценните книги във финансовата теория. Създаден е от Шарп, Линтер, Трейнор и Мосим (вж. *Fabozzi*, 2009, с. 120). Моделът съдържа само един рисков фактор – пазарния риск, т.е. риска от общото движение на пазара. Инвеститорите разпределят своите средства между пазарния портфейл и безрискови ценни книги.

В литературата моделът се представя по следния начин:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_M) - R_f], \text{ където}$$

$E(R_M)$  е очаквана възвръщаемост на пазарния портфейл,

$\beta_i$  – мярката на риска,

$R_f$  – безрисковата възвръщаемост,

$\beta_i[E(R_M) - R_f]$  – рисковата премия.

Както следва от уравнението, очакваната възвръщаемост  $E(R_i)$  на даден финансов актив е линейна функция на риска, измерен с  $\beta$ . Колкото стойността на  $\beta$  е по-голяма, толкова очаквана възвръщаемост е по-висока (*Fabozzi*, 2009, с.120).

### *Поведенчески модел за оценка на активите*

Шефрин и Статман (*Shefrin, Statman*, 1994) разработват „поведенчески модел за оценка на активите“ (англ. Behavioral Asset Pricing Model) като алтернатива на модела за оценка на капиталовите активи. В поведенческия модел за оценка на активите участват две групи икономически агенти. Едната група се състои от информирани инвеститори, които следват модела за оценка на капиталовите активи, не правят когнитивни грешки и изчисляват риска с помощта на модела на Марковиц. Във втората група са инвеститорите, които не следват модела за оценка на капиталовите активи, правят когнитивни грешки и не базират изчисляването на риска върху модела на Марковиц. Авторите привеждат доказателства, че оценките на втората група инвеститори се отразяват на цената на акциите (*Shefrin, Statman*, 1994, 323 – 349).

Според Шефрин и Статман (*Shefrin, Statman*, 1994) поведението в поведенческите финанси може да бъде класифицирано в две групи: определено от основни предпочитания и от предпочитания, базирани на емоции. Рационалните субекти в традиционните финанси формират само основни предпочитания. В инвестиционен смисъл това са стремежът към висока доходност и нисък риск. Но рационалността не обхваща предпочитания и

нужди, предизвикани от емоции като вълнението от едно първично публично предлагане или от социалната отговорност при вложение във взаимен фонд (*Shefrin, Statman, 1994, 323 – 349*).

В модела за оценка на капиталовите активи (CAPM) и в неговото трифакторно разширение (вж. изложението по-долу) рискът определя възвръщаемостта. За разлика от тях, в поведенческият модел за оценка на активите (BAPM) се предполага, че  $\beta$  не е достатъчна мярка за риска и рискът не е единственият фактор, който определя възвръщаемостта (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 38*).

Известният в традиционните финанси **трифакторен модел на Фама и Френч** (*Fama, French, 1992*) добавя пазарната капитализация и отношението „счетоводна към пазарна стойност“ (англ. book-to-market ratio) към показателя  $\beta$  като характеристики, които влияят върху очакваната възвръщаемост. Основна разлика между трифакторния модел в стандартните финанси и поведенческият модел за оценка на активите е в тълкуването на тези характеристики. В традиционните финанси пазарната капитализация и отношението счетоводна към пазарна стойност са измерители на риска. Акции с малка пазарна капитализация и с високо отношение на счетоводната към пазарната стойност носят голям риск и голяма възвръщаемост (големият риск се оправдава само с високата очаквана възвръщаемост).

В поведенческата теория за формирането на пазарната стойност на акциите тези характеристики са интерпретирани като резултат от емоции, евристики и когнитивни отклонения. Инвеститорите идентифицират желаните акции като акции на „добри“ компании, а нежеланите като акции на „лоши“ компании. Акции с малка пазарна капитализация и с високо отношение счетоводна към пазарна стойност са възприемани като акции на „лоши“ компании. Например банковите акции през 2008 г. са характеризирани по същия начин – предизвикват отрицателни емоции, затова инвеститорите ги отбягват в портфейлите си, цените на активите се понижават и изискваната от тях възвръщаемост нараства (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 433*).

В модела за оценка на капиталовите активи възвръщаемостта е функция на риска, измерен чрез  $\beta$ . Моделът за оценка на капиталовите активи и трифакторният модел могат да бъдат представени както следва:

$$E(R_i) = f(\text{пазарен рисков фактор})$$

и

$$E(R_i) = f(\text{пазарна стойност, счетоводна към пазарна стойност, размер на рисковите фактори}).$$

Поведенческият модел за оценка на активите разширява традиционните модели с други фактори, които се отразяват на цените – социална отговорност на компанията, обществено възприятие за нея и др.

Т.е. очакваната възвръщаемост на дадена акция:

$E(R_i) = f$  (пазарен фактор, отношение на счетоводна към пазарна стойност, пазарна капитализация, инерция, фактор на афекта, социална отговорност, социален статус и др.) (Baker, Ricciardi, 2014, с. 38).

## ОТ ЕФЕКТИВНИ КЪМ АДАПТИВНИ ПАЗАРИ

Хипотезата за ефективните пазари се основава на идеята, че икономическите субекти са рационални, максимизират очакваната полезност и обработват цялата налична информация. При хипотезата за ефективните пазари се приема, че цените на акциите отразяват цялата налична информация и представляват реалната стойност на инвестицията по всяко време. Цените на акциите представляват случайни движения във времето, с други думи промените в цените са непредвидими, тъй като настъпват само вследствие на нова информация, която също е непредвидима. Цялата информация се съдържа в цените на акциите, затова е невъзможно да се реализира печалба над средното ниво, т.е. да се „победи пазарът“ (англ. beat the market) с течение на времето, без да се повиши рискът (Hede, 2012, с. 10).

Според Нобеловия лауреат Фама (Fama, 1970) ефективен пазар е „пазар, където има голям брой рационални инвеститори, които максимизират печалбата си и които се конкурират, всеки опитващ се да предскаже бъдещите пазарни стойности на ценните книги, и където важната актуална информация е почти безплатно достъпна за всички участници. В един ефективен пазар новата информация ще въздейства мигновено върху промяната на цените. Пазар, на който цените винаги „напълно отразяват“ цялата налична информация, се нарича „ефективен“, (вж. Ackert, Deaves, 2010, с. 10; Куугин, 2013, 59 – 64; Шърмър, 2010; Леонидов, Седларски, 2016).

Фама (Fama, 1970) разглежда три форми на ефективност. В първата, *слаба форма*, цените отразяват цялата информация за историческата възвръщаемост. Инвеститорите не могат да използват тази информация, за да предскажат бъдещата цена и да постигнат свръхпечалба. Те не могат да „победят“ пазара, като използват информация за стари цени на акции. В *полусилната форма*, цените отразяват цялата обществено достъпна информация, включително минали печалби и прогнози за приходи, финансови отчети, информацията от пресата. Инвеститорите отново не могат да постигнат свръхпечалба. В *силната форма*, цените отразяват и информация, която не е публично достъпна, например информация от вътрешни източници. Невъзможно е инвеститорите да победят пазара дори с информация, която все още не е публична (Fabozzi, 2009, с.128).

Ако цените отразяват цялата информация, следва че пределната полза от получената информация не надвишава пределните разходи по придобиване на информация. Това е друга формулировка на хипотезата за ефективните пазари.

Съгласно определението за ефективен пазар в класическата финансова теория цената на актива е равна на неговата очаквана стойност. Например настоящата стойност на цените на акциите е равна на настоящата стойност на очакваните бъдещи дивиденди:  $P_t = \sum_{k=1}^{\infty} E_t(d_{t+i}) / (1+\delta)^k$ , където  $P_t$  е цената на акциите днес  $t$ ,  $E_t(d_{t+i})$  е очакваната стойност на бъдещите дивиденди в периода  $t+i$  съгласно наличната информация днес,  $1/(1+\delta)$  е дисконтовият фактор, който отразява риска на акцията.

Хипотезата за ефективните пазари не предполага, че всички акции имат една и съща очаквана възвръщаемост. Съгласно хипотезата акциите са оценени справедливо, когато инвеститорите не могат да получават систематично възвръщаемост, по-голяма от възвръщаемостта, съответстваща на поетия риск. Тъй като инвеститорите имат различни нагласи към риска, те държат различни портфейли (Ackert, Deaves, 2010, с. 29).

Хипотезата за ефективните пазари допуска, че на пазарите е невъзможно образуването на балони. Инвеститорите обаче вярват, че не всички пазари са ефективни. Дори пазари, които са ефективни, не са ефективни през цялото време. Инвеститорите се опитват да победят пазара като открият отклонения на цените на акциите. Инвестират в акции, които считат за подценени и продават акции, които считат за надценени. Така се образуват балони, които след това се свиват, докато се стигне до реалната цена. По този начин участниците на пазарите успяват да изместят цените за известно време като спекулират и реализират печалби. Това обстоятелство от действителността противоречи на хипотезата за ефективните пазари (Statman, 2011, с. 75).

#### *Хипотеза за адаптивните пазари*

Поведенческите финанси предлагат теория, алтернативна на хипотезата за ефективните пазари. Ло (Lo, 2004) развива хипотезата за *адаптивните пазари*. Същият автор допълва хипотезата за ефективните пазари като включва фактори от човешката биология, както и еволюционни принципи: конкуренция, адаптация и естествен подбор. Ло аргументира, че особеностите, разглеждани от бихевиористите – „избягване на загубата“ (англ. *loss aversion*), „прекалена самоувереност“ (англ. *overconfidence*), „прекомерна реакция“ (англ. *overreaction*) (вж. Седларски, Димитрова, 2014) – са свързани с еволюционната способност на индивидите да се адаптират към променящата се среда посредством евристики. Пазарите, също както чо-



вешкото поведение, се променят и еволюират. От тази гледна точка ефективността на пазара не е абсолютна, а е продукт на непрекъснат процес. Ако участниците на пазара са добре адаптирани към околната среда, пазарът ще функционира по-ефективно. Очаква се новоформираните или изменилите се пазари, които все още не са адаптирани, да бъдат по-малко ефективни от адаптираните. Хипотезата за адаптивните пазари разглежда пазарите като екологични системи, в които различните групи или видове се конкурират за оскъдни ресурси.

Естественният подбор насърчава инвеститорите да се адаптират, когато получат нова информация и когато се конкурират за ресурси и печалби, затова пазарите преминават през цикли на ефективност. Ако няколко членове на група се състезават за много оскъдни ресурси в рамките на пазара, този пазар ще бъде високо ефективен (например пазарът за 10-годишните американски съкровищни бонове, който отразява много бързо и точно новопостъпващата информация). От друга страна, ако малък брой индивиди се конкурират за изобилни ресурси, пазарът ще бъде по-малко ефективен (например пазарът на ренесансови картини в Италия). С други думи степента на ефективност на пазара е свързана с екологични фактори като броя на конкурентите на пазара, степента на съществуващите възможности за печалба и адаптивността на участниците. С течение на времето възможностите за реализиране на печалба обаче се свиват твърде бавно, за да бъдат в съответствие с традиционната хипотеза на ефективните пазари. Вместо това, в новата теория пазарът постоянно се адаптира и подлежи на еволюционен натиск (Andrew, 2004, 15 – 29).

## ОТ ТЕОРИЯТА ЗА ОЧАКВАНАТА ПОЛЕЗНОСТ КЪМ ТЕОРИЯТА НА ПЕРСПЕКТИВИТЕ

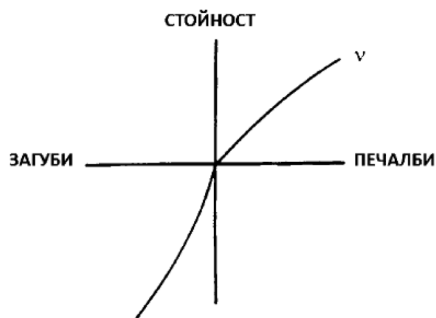
Съгласно класическата финансова теория рационалните субекти са последователни в предпочитанията си. Дори и в условията на неопределеност те целят да максимизират очакваната си полезност. Фон Нойман и Моргенщерн разработват „теорията на очакваната полезност“ (англ. *expected utility theory*), за да опишат изборите, които правят икономическите субекти в условията на риск и неопределеност (Ackert, Deaves, 2010, с. 5). Междувременно обаче са известни множество аномалии в поведението на участниците на действителните пазари, които представляват отклонения от хипотезите на теорията на очакваната полезност. Например инвеститорите държат губещите акции твърде дълго, а продават бързо печелившите, освен това се наблюдава поведение от типа „следване на тълпата“ (англ. *herding*). Като алтернатива на теорията на очакваната полезност, теорията на перспективите обяснява някои от споменатите аномалии. Например

според последната вместо да максимизират очакваната полза, инвеститорите минимизират очакваната загубата, фокусът им е върху загубата, не върху печалбата (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 441*).

Съгласно теорията на очакваната полезност полезността от дадена печалба се оценява чрез сравняване на полезностите на две състояния на богатството. Например когато богатството на икономическия субект е 100 лв., неговата полезност ако получи допълнително 50 лв., е разликата между полезността на 150 лв. и полезността на 100 лв. Също така „вредността“ (отрицателната полезност) от загубването на 50 лв. е отново разликата между двете състояния на богатството. Според теорията на очакваната полезност полезностите от печалбите и загубите могат да се различават само по знак (пожителен или отрицателен) и не се отчита фактът, че „вредността“ от загубването на 50 лв. би могла да е по-голяма, отколкото полезността от спечелването на същата сума (*Канеман, 2012, с. 361*).

Съгласно теорията на перспективите дори и стойността на печалбата и на загубата да е една и съща, икономическият субект преживява по-силно загубата, отколкото печалбата. Тази концепция е известна като *избягване на загубата* (англ. *loss aversion*). Асиметрията между силата на позитивните и негативните очаквания или преживявания има еволюционни корени. Организмите, които възприемат заплахите по-силно от възможностите, имат по-добър шанс за оцеляване и възпроизвеждане (*Канеман, 2012, с. 365*). Емпирични изследвания показват, че икономическият субект приписва на загубата около два пъти по-голямо „психическо тегло“ от това на същата по размер печалба, т.е. загуба на 1 лв. е около два пъти по-болезнена, отколкото удоволствието от получаване на 1 лв. (*Hede, 2012, с. 15*).

Следващ аспект на теорията на перспективите е „*функцията на стойността*“ (англ. *value function*). Функцията на стойността в теорията на перспективите отразява психологическото значение на печалбите или загубите в зависимост от дадена възприета референтна точка. Графиката се състои от две отделни части – надясно и наляво от референтната точка. Графиката е S-образна и показва намаляващата чувствителност както към печалбите, така и към загубите. Двете криви на функцията не са симетрични – функцията е изпъкнала в областта на загубите и вдлъбната в областта на печалбите (*Канеман, 2012, с. 366*). Тя е най-стръмна около началото на координатната система, където съотношението  $u(x)/x$  е най-голямо. Формата на функцията подкрепя твърдението, че малките печалби са най-ефективен източник на положителни емоции, с други думи „щастие е в малките радости“, които идват често (срв. със *Седларски, Панайотов, 2016*). Поради още по-голямата стръмност вляво обаче малките загуби са дори по-ефективни в пораждаването на отрицателни емоции (*Менгов, 2010, с. 95*).



Фиг. 2. Функция на стойността

Източник: Седларски, Димитрова (2014, с. 206), по Barberis, Thaler (2003, p. 1068).

Канеман и Тверски забелязват, че икономическите субекти започват да търсят риска, когато очакват негативни резултати (вляво от реферантната точка), т.е. нагласите към риска при печалбите и при загубите са различни (Канеман, 2012, с. 362). Функцията на стойността, която е вдлъбната в зоната на печалбите и изпъкнала в зоната на загубите, показва, че икономическите субекти избягват риска по отношение на печалбите и са склонни към риск когато става дума за загуби. Важна е реферантната точка, по отношение на която вземащият решение, преценява бъдещото развитие и съответно избягва или търси риска (Канеман, 2012, с. 362; Седларски, Димитрова, 2014; Менгов, 2010, с. 83; Шърмър, 2010, 134 – 135).

Пример за приложението на теорията на перспективите на Канеман и Тверски за обяснение на поведението на участниците във финансовите пазари е формулирането на т.нар. *ефект на диспозиция* (англ. *dispositional effect*) (Terrance, 1998, с. 176). Инвеститорите са склонни да продават рано акциите, които се представят най-добре и да държат акциите, които са на загуба за дълъг период от време. Явлението се наблюдава на практика в поведението на всички икономически субекти. Често се срещат мнения като: „Пазарната цена скочи, така че е по-добре да продаваме сега и да реализираме печалба“ или „Загубих много пари за тази акция, но не мога да я продам сега, защото тя трябва да поскъпне някой ден“ (Ackert, Deaves, 2010, с. 171).

Даден инвеститор може да купува акция, защото вярва, че очакваната възвръщаемост е достатъчно висока, за да оправдае риска. Ако инвеститорият използва цената на акцията като референтна точка, тя ще се намира в по-вдлъбната част на функцията на стойността. Инвеститорият е в областта на печалбата, където избягва риска, затова е склонен да продава акцията. Ако цената на акцията започне да намалява, тя ще се премести в изпъкналата част от функцията, където инвеститорият е по-склонен на риск и ще про-

дължи да държи акцията. Инвеститорът ще има мотивация да продаде акцията, чиято цена вече е спаднала, когато оценката му на очакваната възвръщаемост се намали. Ако друг инвеститор, който се нуждае от ликвидност и няма нова информация, държи две акции – цената на едната се е покачила, а на другата е спаднала, е по-вероятно да продаде акцията, чиято цена се е покачила (Terrance, 1998, 176 – 177; Ackert, Deaves, 2010, с. 205). Вебер и Велфенс (Weber, Welfens, 2008) доказават, че има две различни мозъчни системи, действащи в рамките на ефекта на диспозиция. „Преследването на печалбите“ и „избягването на загубата“ се осъществяват независимо в мозъчната дейност. Авторите са стигнали до резултати, които са в съответствие с предходната дискусия (срв. с Yazdipour, 2011, с. 86).

## ЕВРИСТИКИ, ОПРЕДЕЛЯЩИ ПОВЕДЕНИЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

В реалността, когато са изправени пред огромно количество данни и информация, икономическите субекти не са способни да правят сложните изчисления и оптимизация, които се очакват от тях от стандартната финансова теория. Вместо това, те разчитат на ограничен брой когнитивни стратегии или *евристики*, за да опростят сложните сценарии при вземането на решения (Yazdipour, 2011, 24 – 25).

Евристичните методи представляват прости интуитивни механизми за вземане на решения, които са базирани на опита. Използвани са за ускоряване на процеса по намиране на добро решение, когато икономическият субект не разполага с цялата информация, ограничен е от времето и обширното проучване е непрактично. Примери за този метод включват използване на предположение, базирано на знания, интуитивно съждение или здравия разум (Менгов, 2010, 137 – 138).

Известни са голям брой евристики, идентифицирани от психологията. Някои евристики са рефлексивни, автономни и не изискват когнитивни усилия (тип А), а други са когнитивни по природа (тип В). Евристики от тип А са подходящи, когато трябва да се вземе много бързо решение или когато залозите са ниски (например „Аз избирам бургер вместо пица, защото обикновено го предпочитам“). Евристики от тип В изискват повече усилия и са подходящи, когато залозите са високи (Ackert, Deaves, 2010, с. 86). В настоящата статия са представени примери и за двата типа, като се ограничаваме само до най-значимите евристики при вземането на финансови решения, сред които са *евристика „познатост“* (англ. familiarity), *евристика „представителност“* (англ. representativeness), *евристика „закотвяне“* (англ. anchoring).

В този раздел представяме типични случаи, описвани в литературата, в които инвеститорите са повлияни от евристики при вземането на финансови решения. Пазарните участници като правило предпочитат познатото, избягват неопределеността и неохотно поемат рискове (*Ackert, Deaves, 2010, с. 87*). Например инвеститорите избират акции, които познават или са убедени, че познават. Поради това те често купуват акции на едни и същи компании, вярвайки, че разбират характеристиките на инвестициите, които вече притежават и не рискуват с акции, с които имат по-малко опит (*Pompien, 2012, с. 41*). Изследванията обаче показват, че решения, които са повлияни от евристики, водят до неоптимални резултати (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 13*).

#### *Евристика „Познатост“*

Икономическите субекти категоризират в съзнанието си разполагаемата информация, като след това лесно си я припомнят при нужда, спестявайки си търсенето на нова. Проблемът е, че този процес често стеснява перспективата им до вече познатото и ограничава потенциалните инвестиционни възможности. Например когато американците са помолени да определят една държава, която предлага най-добрите инвестиционни перспективи, те избират Съединените щати, тъй като са най-добре запознати с условията в родината си. Нерационално е да се отхвърлят инвестиционни перспективи в чужбина, тъй като повече от 50% от пазарната капитализация е извън Съединените щати. Тази склонност е известна в поведенческата икономика като „домашни пристрастия“ (англ. home bias) (*Pompien, 2012, с. 125*).

Проява на „домашни пристрастия“ е също обстоятелството, че местните инвеститори държат предимно местни ценни книжа, т.е. германските инвеститори държат най-вече германски ценни книжа, японските инвеститори държат предимно японски ценни книжа и т.н. Първата колона на табл. 3 показва съвкупната пазарна стойност на шестте най-големи фондови пазари в света. САЩ има 47,8% дял в световния пазар, Япония 26,5% и т.н. Въпреки това американският инвеститор държи средно 93,8% в американски акции, японският инвеститор – 98,1% в японски акции, британският инвеститор – 82% в британски акции (колони 2, 3 и 4 на табл. 2). Една от причините, че инвеститорите държат домашни ценни книжа е, че те са по-оптимистични за своите пазари в сравнение с чуждестранните пазари, наред с обяснението, че предпочитат познатото (*Ackert, Deaves, 2010, с. 138*).

Таблица 2. Дял на акциите, държани от инвеститорите в различни държави

	Американски инвеститори	Японски инвеститори	Британски инвеститори
САЩ 47,8%	<b>93,8%</b>	1,3%	5,9%
Япония 26,5%	3,1%	<b>98,1%</b>	4,8%
Англия 13,8%	1,1%	0,2%	<b>82,0%</b>
Франция 4,3%	0,5%	0,1%	3,2%
Германия 3,8%	0,5%	0,1%	3,5%
Канада 3,8%	0,1%	0,1%	0,6%

Източник: Ackert, Deaves (2010, с. 138).

В съвременни условия цялата информация за финансовите пазари е лесно достъпна чрез интернет, независимо от физическото местоположение на инвеститора. Следователно всички получават еднаква информация, на която би следвало да реагират еднакво. Въпреки прозрачността на информацията обаче инвеститорите очевидно са силно повлияни от „домашни пристрастия“ (Baker, Ricciardi, 2014, с. 560).

#### Евристика „Доверие“

Доверието е висока степен на очакването, че другата страна по сделката ще изпълни обещанията си. Репутацията на другата страна често служи като основа за доверие. Когато информацията е недостъпна или изисква време, за да бъде получена, инвеститорите са повлияни от *евристика „Доверие“* (англ. confidence heuristic). Например ползващи се с доверие на финансовите пазари са рейтинговите агенции, правителствата, експертното мнение, членовете на собствените религиозни или расови групи, с които инвеститорите се идентифицират. Ако Стандарт енд Пуърс дава рейтинг AAA на финансов актив, инвеститорите са склонни да се доверяват на оценката като надеждна. Както се оказва обаче, евристиката „Доверие“ става една от причините за финансовата криза от 2008 г. Инвесторите купуват ценна книжа с оценка AAA, които в действителност е трябвало да бъдат оценени с A или дори по-ниско. На пазари с умишлено манипулирана информация евристиката „Доверие“ крие големи рискове (Baker, Ricciardi, 2014, с. 48).

#### Евристика „Диверсификация“ и правилото 1/N

Евристика „Диверсификация“ (англ. Diversification heuristic) се заключава в това, че икономическите субекти са склонни да тестват всички разполагаеми възможности, когато изборите не са взаимно изключващи се. Пример за тази евристика е поведението ни на шведската маса – стремейт да пробваме по малко от повечето ястия. Ако икономическите агенти се

концентрират върху една или две опции, рискуват да не останат доволни от избора си и да се лишат от нещо по-добро.

Подобно поведение е описано за първи път от Саймънсън (*Simonson*, 1990, вж. *Hede*, 2012, с. 25) във връзка с изучаването на потребителските решения в маркетинга. Впоследствие са наблюдавани и реакциите на инвеститори при вземането на икономически и финансови решения. Саймънсън показва, че когато икономическите субекти трябва да направят няколко избора едновременно (например избират какви закуски да консумират в следващите три седмици), те търсят по-голямо разнообразие – избират повече различни видове закуски), отколкото когато вземат последователно отделни решения (например избират веднъж седмично какви закуски да консумират тази седмица в продължение на три седмици). Когато правят няколко избора наведнъж, икономическите субекти са склонни да разнообразяват повече, отколкото когато правят същите избори последователно (*Read, Loewenstein*, 1995, 34 – 49; *Simonson*, 1990, 150 – 162; *Гилбърт*, 2009, 160 – 166).

Както твърди Саймънсън, това поведение се дължи на няколко фактора. Първо, хората като правило предпочитат разнообразието и новостта (вж. закона за намаляващата пределна полезност в микроикономиката), като това предпочитание е много по-изявено, когато се правят множество покупки наведнъж. Второ, бъдещите предпочитания крият известна несигурност. Търсенето на разнообразие прави избора по-опростен, по този начин се спестява време и се намаляват вътрешните колебания. Покупките от различни категории намаляват риска по същия начин като диверсифицираното инвестиране в различни ценни книжа. Постига се една и съща цел – в добре диверсифициран портфейл общият риск е минимален. Вместо да използват математическите формули от модела за оценка на капиталовите активи на Марковиц, пазарните участници инвестират в няколко различни активи с надеждата, че вариацията на очакваната възвръщаемост на портфейла се понижава или с други думи инвестицията в несвързани активи намалява риска (*Hede*, 2012, с. 25; *Simonson*, 1990, 150 – 162; *Baker, Ricciardi*, 2014, с. 47).

Една популярна форма на подобна диверсификация сред инвеститорите е стратегията „ $1/N$ “. Стратегията предполага равно разделение на паричните средства. Например когато се дава възможност за избор на инвестиране в пет пенсионни фонда, икономическите субекти често разделят своите пенсионни вноски поравно между фондовете. Зибенморген и Вебер (*Siebenmorgen, Weber*, 2003) поддържат тезата, че финансовите съветници също са склонни да препоръчват стратегии от типа  $1/N$ , както и да игнорират корелации между инвестициите при оценка на риска на портфейла. Такава стратегия се явява ирационално поведение, тъй като води до загу-



ба на ползите от диверсификацията на Марковиц, описвана в стандартните финанси (*Hede*, 2012, с. 25). Съществуват емпирични свидетелства, че инвеститори с по-високи доходи са по-малко повлияни от евристиката и е по-малко вероятно да следват стратегията  $1/N$  (*Baker, Ricciardi*, 2014, с. 122).

Друга ирационална форма на поведение е т.нар. *слаба диверсификация* (англ. *under-diversification*). Инвеститорите понякога погрешно вярват, че даден актив може да се представи добре и следователно не диверсифицират достатъчно своите портфейли (*Goetzmann, Kumar*, 2005, с. 16). „Слабата диверсификация“ е тенденцията да се държат ценни книги в портфейл, чиито брой е недостатъчен, за да се премахне диверсифицируемият риск (*Ackert, Deaves*, 2010, с. 398).

В свое проучване Кели (*Kelly*, 1995) разглежда състава на портфейлите на повече от 3000 американски инвеститори. Авторът привежда доказателства, че средният брой на акциите в портфейлите им е всъщност само единица. Само около 5% от домакинствата притежават 10 или повече различни акции в портфейлите си. Финансови анализи показват, че за да се постигне приемливо ниво на диверсификация, икономическите агенти трябва да държат повече от 10 различни акции и за предпочитане в различни сектори на икономиката (*Kelly*, 1995, 87 – 96; срв. с *Goetzmann, Kumar*, 2005, 2 – 34; *Ackert, Deaves*, 2010, с. 163).

Множество инвеститори оценяват набързо дадени ценни книжа, когато получат релевантна нова информация. Резултатът е, че не диверсифицират достатъчно. Повечето инвеститори, които нямат време да разгледат внимателно голям набор от акции, спират след няколко. Те вярват, че са идентифицирали няколко „победители“ в тази група и се отказват да разнообразяват портфейлите си с акции, които не са анализирали (*Hede*, 2012, 39 – 40). Намалявайки броя на акциите в портфейлите си, те снижават разходите по набиране и анализиране на информацията. Много от тях са убедени, че когато следят малко на брой фирми, могат да управляват риска по-добре (*Goetzmann, Kumar*, 2005, с. 4).

Ако пазарните участници са уверени в стойността на отделна компания и в нейните акции, те игнорират лошите новини и търсят само новини, които потвърждават представата им, че компанията е добра инвестиция. Изследвания установяват също, че значителен брой инвеститори предпочитат да инвестират в компании, върху които чувстват, че имат някакъв контрол – например фирмите, за които работят. Всъщност, повечето инвеститори нямат контрол върху фирмите, в които работят. Ако тези фирми се представят лошо, инвеститорите могат едновременно да загубят работните си места и да понесат инвестиционни загуби (*Pompian*, 2012, 29 – 30).

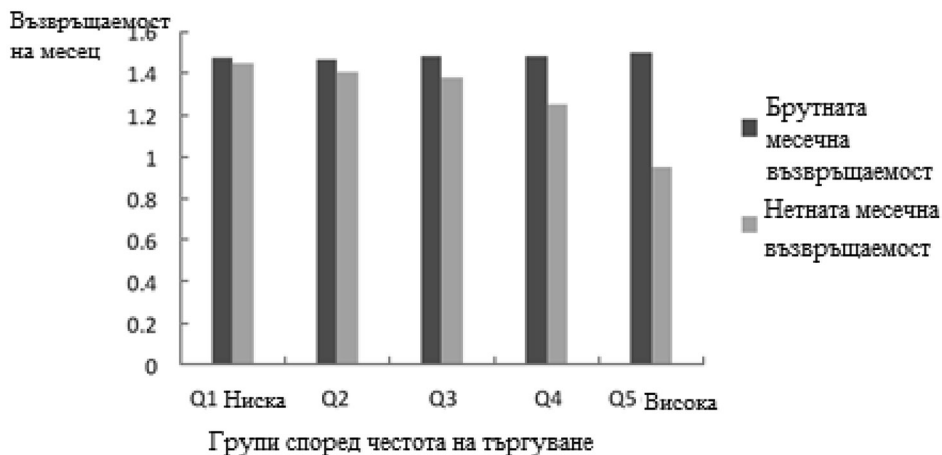


### *Прекалена самоувереност и прекомерна търговия*

Инвеститорите са склонни да преувеличават своите способности и да подценяват вероятността от лоши резултати, върху които нямат контрол. Илюзията за контрол кара вземащите решения да се чувстват безопасно и ги насърчава към по-рискови операции (*Yazdipour*, 2011, с. 86). Прекалената самоувереност (англ. *over confidence*) води до „прекомерни обеми на търговия“ (англ. *excessive trading*) и спекулативни балони. Одеан (*Odean*, 1998) установява, че прекалено самоуверените инвеститори обикновено извършват повече сделки, отколкото техните колеги. Аргументът на автора е, че самонадеяните инвеститори и търговци вярват, че са по-добри от другите в избора на акции и на подходящо време да купуват и продават. Одеан също привежда доказателства, че търговците, които провеждат най-много сделки, получават значително по-ниска доходност от пазара (*Hede*, 2012, с. 32).

Брад и Одеан (*Brad, Odean*, 2000, с. 775) осъществяват експеримент с 60 000 американски инвеститори. Целта е да се установи дали по-голям обем търговия води до съставяне на по-печеливш портфейл или напротив. По-големият обем сделки е съпроводен с по-високи транзакционни разходи. Експериментаторите проследяват дали тези транзакционни разходи са оправдани. Например инвеститор продава една акция и инвестира средствата в закупуване на друга. При сделките той заплаща 100 лв. транзакционни разходи. Търговията е оправдана, само ако очаква по-висока възвръщаемост на портфейла, която да компенсира разходите по сделката. Брад и Одеан (*Brad, Odean*, 2000, с. 775) привеждат доказателства, че средно американските професионални инвеститори търгуват над 75% от портфейла си всяка година. Т.е. инвеститор, който притежава портфейл от акции на стойност 100 000 лв., търгува около 75 000 лв. през годината.

Авторите разделят извадката от индивидуални инвеститори на пет равни групи (*Brad, Odean*, 2000, с. 775). Първата група – 20% от инвеститорите, които търгуват най-малко, втората група – 20% от инвеститорите, които търгуват малко повече, и така нататък до петата група, които търгуват най-много. Най-малко търгуващите от първата група търгуват само 0,19% от портфейла си на месец, което е 3% годишно. От петата група търгуват 21,49% от портфейла си на месец, т.е. 300% на година. На фиг. 4 виждаме брутната средна месечна възвръщаемост и нетната средната месечна възвръщаемост (след транзакционните разходи) за всяка група.



Фиг. 3. Брутна и нетна възвръщаемост на групи с различни честота на търгуване с акции

Източник: Brad, Odean (2000).

Според фиг. 3 допълнителната търговия е довела до много леко подобрене в брутната възвръщаемост и значително намаляване на нетната възвръщаемост. От данните отново се вижда, че прекалено самоуверените инвеститори извършват неразумно големи обеми от търговия.

Фиг. 3 отчита ситуация на чиста възвръщаемост, без да е включен рискът. Понякога възвръщаемостта е по-висока, защото се поема по-голям риск. След като включват и риска авторите откриват, че резултатите са сходни с тези на фиг. 3 (Brad, Odean, 2000, с. 775; Ackert, Deaves, 2010, 158 – 159).

Марч и Шапира (March, Shapira, 1987) установяват, че портфейлните мениджъри надценяват вероятността за успех особено в случаите, когато се възприемат като експерти (Hede, 2012, с. 25). В изследване на Монтиер (Montier, 2007) финансови мениджъри са запитани как се справят с работата си. 74% от финансовите мениджъри оценяват работата си най-малко над средното ниво. Останалите 26% оценяват себе си на средното ниво. Невероятно, но почти 100% от групата от изследването смятат, че работата им е била на средно ниво или по-добре. Ясно е, че само (малко по-малко от) 50% от извадката могат да бъдат над средното ниво, което предполага нерационално високото ниво на самоувереност, което тези мениджъри проявяват. По същия начин, икономическите субекти са склонни да гледат на себе си като притежаващи отрицателни черти, но със стойности „по-ниски от средното ниво“. Но когато са попитани дали са предубедени спрямо самите себе си, те се оценят като много по-малко уязвими към тези предубеждения от

останалите (Hede, 2012, с. 32; срв. със Седларски, Димитрова, 2014; Baker, Ricciardi, 2014, с. 465).

#### *Евристика „Представителност“*

Както твърдят Канеман и Тверски, много от въпросите, свързани с вероятности, които занимават икономическите субекти, могат да бъдат характеризирани като: каква е вероятността обект А да принадлежи на клас Б или каква е вероятността събитие А да произхожда от процес Б? За да отговорят на тези въпроси, икономическите субекти използват *евристика „Представителност“* (англ. *representativeness*), в която вероятностите се оценяват по степента, в която А прилича на Б. Например когато А е силно представителна за Б, икономическите субекти оценяват вероятността А да произхожда от Б като висока (Yazdipour, 2011, с. 200; Канеман, 2012, с. 206; Седларски, Димитрова, 2014).

Съществуват емпирични доказателства в литературата, че евристика „Представителност“ е причина инвеститорите да вземат неправилни инвестиционни решения. За случайни наблюдатели изглежда очевидно, че ако една компания притежава успешно управление на качеството, силен имидж и постоянен растеж на приходите, тя трябва да бъде добра инвестиция. Студентите по финанси знаят това добре. Но всички качества, които правят една компания добра инвестиция, трябва теоретично да бъдат отразени в оценката на бъдещите ѝ парични потоци и в избора на дисконтов процент, съобразен с риска, т.е. те би трябвало да бъдат включени в цената на акциите. Добрите компании ще се продават на високи цени, а лошите компании ще се продават на ниски цени, затова е погрешно да се мисли, че една добра компания представлява добра финансова инвестиция. Все пак обаче икономическите субекти най-често вярват точно в това (Hede, 2012, с. 24).

Шефрин и Статман (Shefrin, Statman, 1995) наблюдават решенията на инвеститорите и очакваната от тях възвръщаемост. Авторите провеждат анкета сред опитни инвеститори – главни изпълнителни директори, финансови анализатори и членове на борда на директорите. Те са помолени да класифицират компании в тяхната индустрия по следните 8 критерии: качество на управление; качество на продуктите/услугите; иновативност; дългосрочна инвестиционна стойност; финансова стабилност; способност да се привличат, развиват и задържат талантливи хора; отговорност към обществото и околната среда и разумно използване на корпоративните активи. 82% от респондентите посочват, че качеството на управление е най-важният елемент в оценката на компанията (Hede, 2012, с. 26).

Двете характеристики на компаниите – размер и отношение счетоводна към пазарна стойност, се асоциират устойчиво с качеството на управление. Особено големите компании и тези, които имат ниска стойност на отноше-

нието счетоводна към пазарна стойност се възприемат като добри компании. Това не е изненадващо. Големите компании са станали големи, защото са добри, например те са добре управлявани и растежът им би трябвало да се дължи на качеството на управление. Следователно размерът на компаниите и отношението счетоводна към пазарна стойност повлияват на инвестиционната стойност. Големите и разрастващите се фирми се разглеждат от пазарните участници като добри инвестиции. Интересното обаче е, че емпиричните данни посочват обратното. Фирмите с малка пазарна капитализация – обикновено за такива се приемат компании с капитализация между 300 млн. и 2 млрд. долара – са се представили най-добре в исторически план, т.е. донесли са най-големи печалби на финансовите инвеститори (Hede, 2012, с. 26).

#### *Преследване на победителите*

Евристика „Представителност“ гласи, че инвеститорите избират ценни книги и инвестиционни фондове въз основа на резултатите от минали периоди. Според тях резултатите от инвестициите в близкото минало са представителни за бъдещата ефективност на инвестициите. Едно често посочвано доказателство за погрешните предположения е дот-ком балонът, който се спуква в края на 90-те години на XX век и коства милиарди долари само в рамките на две години (Baker, Ricciardi, 2014, с. 268).

Стратегията „преследване на победителите“ (англ. chasing the winners) е популярна и е съчетана с откриване на повратни точки (в *технически анализ*). Следването на тенденцията е явление, което се среща във всички фондови пазари. Проучване на Американската асоциация на индивидуалните инвеститори установява, че повече инвеститори са оптимистични, ако пазарът наскоро се е обърнал нагоре. В контекста на взаимните фондове ярки резултати в миналото водят до извънредно висок приток на пари от инвеститорите. Следването на тенденцията е международен феномен. Например в Япония акциите, чиято стойност се е повишила, са на компании, които преди са имали големи печалби.

В експеримент участници са помолени да инвестират в два вида акции. Едните имат средна възвръщаемост през последните 5 години от 5%, другите имат средна възвръщаемост през последните 5 години от 15%. Освен това им е казано, че анализатори прогнозираят, че и двете акции следва да носят печалба от около 10% годишно през следващите 5 години. Очаква се, че „преследвачите на победителите“ ще инвестират във вторите акции, докато останалите ще инвестират парите си в първите. Резултатът е, че 63,8% инвестират парите си във вторите акции, а 11,6% в първите акции (Ackert, Deaves, 2010, с. 177).

Шломо Бенартци (Benartzi, 2001) оценява инвестициите в компании във връзка със стратегията „преследване на победителите“. Авторът раз-

глежда детайлно инвестиционната дейност на служителите в две компании в зависимост от представянето на компанията през последните 10 г. В компанията, която се е представила добре, инвестират 40% от служителите ѝ. В компанията, която не се е представила добре, инвестират 10% от служителите ѝ. В екстремни случаи, като Кока-Кола, служителите инвестират 76% от инвестиционния им капитал в акции на Кока-кола. Аргументите противоречат на теорията на Марковиц за добре диверсифициран портфейл. Но дали стратегията „преследването на победителите“ е била успешна? След 1 година се оказало, че служителите в „лошо представилата се“ в миналото компания, печелят 6,77% повече. Резултатите са сходни за дву- и тригодишни възвръщаемост, и са малко по-различни за възвръщаемостта от четири години. За период от четири години служителите, които отделят най-голямо внимание на движението на цените на акциите, печелят с 2,06% повече спрямо служителите, които отделят най-малко внимание. Разликата не е статистически значима: очевидно служителите все пак не са в състояние да предскажат бъдещите резултати (Benartzi, 2001, с. 1757).

#### *Евристика „Наличност“*

Когато информацията за определени събития е по-достъпна, икономическите субекти често имат впечатлението, че такива събития са по-вероятни. Според *евристика „Наличност“* (англ. availability) икономическите субекти преценяват вероятността на дадено събитие въз основа на наличната информация. Икономическите субекти вярват, че събитията, които са лесно достъпни в паметта ни (например поради скорошно отразяване в новините), са по-вероятни и по-чести, отколкото събитията, за които е по-трудно да си спомним или да си ги представим (Tversky, Kahneman, 1973, с. 165; Талейб, 2011).

Барбер и Одеан проверяват дали наличната информация повлиява на поведението на инвеститорите. Авторите привеждат доказателства, че инвеститорите на дребно са склонни да търгуват с акции, за които информацията е лесно достъпна, защото вниманието е ограничен ресурс и има множество инвестиционни възможности. Източниците на информация, които грабват вниманието са – новинарски репортажи за акции, необичайно висок обем на търговия и екстремни възвръщаемости. Новините могат да бъдат с положителен или отрицателен характер. Индивидуалните инвеститори рядко продават на късо и обикновено притежават малка част от акциите.

Понякога например първоначално възприемаме текущата цена на дадена акция и оттам нататък, когато преценяваме дали акцията е подценена или надценена на пазара, първоначалната цена ще влияе на мнението ни (Crusius, Mussweiler, 2012, 677 – 685).

Стойностите на ценните книжа на спекулативните пазари – като фондовия – са трудно определими сами за себе си. Трудно е да се каже каква

трябва да бъде стойността например на индекса Дау Джоунс. Не съществува икономическа теория, която да даде отговор на този въпрос. Затова в отсъствието на по-добра информация цените от миналото са важни за определянето на цените днес. Последната цена, която си спомняме, може да се окаже т.нар. *котва*. Склонността на инвеститорите да се влияят от котвата налага сходството на цените на акциите от един ден до следващия. За отделните акции промените в цените могат да бъдат закотвени спрямо промените в цените на други акции и съотношения цена – печалба на други фирми. *Евристиката „Закотвяне“* (англ. *Anchoring heuristic*) може да обясни защо отделните цени на акциите се движат заедно и по този начин защо осредняването на стойностите на акциите в рамките на индексите, заложено в принципа на тяхното конструиране, не намалява по-осезаемо волатилността им. Тя дава също обяснение защо акции на компании, които са в различни индустрии, но седалището им е на едно и също място, имат повече подобни движения на цените отколкото акции на компании, които са в една и съща индустрия, но със седалище в различни държави. Твърдението е в противоречие с очакванията, че индустрията повлиява представянето на компанията повече, отколкото местоположението на компанията (*Hede, 2012, с. 28*).

Закотвянето може да се окаже проблемно във финансовия свят, защото инвеститорите понякога правят инвестиционни решения на база на неподходящи данни и статистики. Например някои инвеститори инвестират в акции на компании, чиито цени са спаднали значително в много кратък период от време. Първоначално високата цена на акциите е котва за инвеститорите. Следователно те смятат, че спадът в цените дава възможност за закупуване на евтини акции, които ще поскъпнат в бъдеще. Цените на акциите могат да спаднат значително поради непостоянството на пазара, което позволява на инвеститорите да се възползват от краткосрочната волатилност. Но най-често стойността на акциите спада поради промени във фундаментални за компанията фактори. Например да предположим, че компанията *X* има големи приходи през последната година, затова цената на акциите нараства от 25 лв. до 80 лв. Един от основните клиенти на компанията, който е допринесъл за 50% от приходите на *X*, решава да не подновява договора си с *X*. Това води до спад в цената на акциите на *X* от 80 лв. до 40 лв. При закотвяне към предишната цена от 80 лв., инвеститорите погрешно вярват, че *X* е подценена при сегашната ѝ стойност от 40 лв. В този пример инвеститорите са жертви на закотвянето и трябва да се предпазват от влиянието му (*Hede, 2012, с. 28*). Успешните инвеститори не базират решенията си само върху една или две референтни стойности. Те оценяват всяка компания от различни гледни точки, за да извлекат най-ясна картина за ситуацията.

### *Следване на тълпата*

Сред основните изводи от наблюдението на човешкото социално поведение е, че икономическите субекти са склонни да следват тълпата. Познати са две основни причини за това поведение. Първата е социалният натиск за подобие с останалите. Повечето хора са много общителни и имат естественото желание да бъдат приети от групата. Следването на групата е начин да станат нейни членове. Втората причина е вярването, че голямата група не може да греши. Дори и икономическите субекти да са убедени, че дадена идея е ирационална или неправилна, те следват тълпата, вярвайки, че останалите знаят нещо повече. Следване на тълпата е много разпространено в ситуации, в които икономическите субекти нямат голям опит. Индивидите са повлияни от социалната среда и чувстват натиск да се приспособят. Явлението се наблюдава и на финансовите пазари. *Следването на тълпата* (англ. *herding*, срв. със *Седларски, Димитрова, 2014*) може да предизвика образуване на спекулативни балони, тъй като съществува тенденция да се следват „победителите“, особено когато доброто представяне се повтаря няколко пъти. Възможно е много участници на финансовите пазари да мислят, че дадена валута или акция не са правилно оценени, но да се въздържат от търгуване, защото тяхното мнение не съвпада с груповото. Възможно е напълно рационално, икономическите субекти да следват останалите, дори и да знаят, че всички останали също следват групово поведение. Така се създава групово поведение, което е ирационално и предизвиква колебания на пазара (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 469*).

Когато икономическите субекти реагират на една и съща информация, те вземат сходни решения. Информационните технологии подсилват следването на тълпата на финансовите пазари. Информация за пазара в реално време е достъпна за всички участници. Новите технологии дават възможност на участниците постоянно да следят колективното поведение на пазара и да коригират своите решения. Използването на свързани в интернет компютърни системи позволява да се реагира едновременно и така явлението се засилва (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 469*).

Пример за следване на тълпата е „шумовата търговия“ (англ. *noise trading*) – инвеститорите, които нямат достъп до вътрешна информация, реагират нерационално по отношение на някакъв слух. Те възприемат слуха като информация, която ще им донесе предимство (*Krugman, 2009*).

Друг важен фактор в следването на тълпата е информацията, предавана от уста на уста. Индивидите се доверяват на приятели, роднини и колеги, повече отколкото на медиите. Печатните издания, телевизията и радиото разпространяват новините, но способността им да предизвикат активно поведение е ограничена. Разговорите с други хора и междуличностното общуване са сред най-важните социални връзки, които икономическите субекти



имат. Затова новините за закупуване на акции се разпространяват бързо. В изследване на Шилер и Паунд (*Shiller, Pound, 1989*) частните инвеститори са запитани какво първо е привлякло вниманието им към компания, в която наскоро са инвестирали. Само шест процента от анкетиранията са посочили медиите. Въпреки че икономическите агенти непрекъснато се информират, вниманието и действията им са стимулирани основно от междуличностната комуникация (вж. *Andrea, Welch, 1996*).

Следването на тълпата обикновено не е много печеливша стратегия за инвестиции и ако инвеститорите са подведени, загубите често са много високи. Инвеститорите постоянно купуват и продават своите инвестиционни активи в преследване на най-новите и най-привлекателните инвестиционни тенденции. Например ако инвеститор чуе, че акциите на интернет компания са най-добрите инвестиции в момента, той ще освободи инвестиционния си капитал и ще купи с него акции на интернет компании. Ако след шест месеца акции на биотехноложични компании са най-атраaktivни, той най-вероятно ще се освободи от акциите в интернет компанията преди дори да са поскъпнали и ще инвестира в другите. Честото купуване и продаване е свързано с транзакционни разходи, които намаляват печалбата. Понякога, когато инвеститорите разберат за най-новата тенденция, много други инвеститори вече са се възползвали от тази новина и стратегията вече не е печеливша (*Hede, 2012, с. 32*).

#### *Илюзия за разбиране впоследствие*

Икономическите субекти винаги имат свое обяснение за причините и резултатите от дадени действия. Евристиката „Илюзия за разбирането в последствие“ (англ. *hindsight bias*) е най-голямото препятствие за икономическите субекти да оценят своето представяне, след като резултатът от усилията им е отрицателен (*Hawkins, Hastie, 1990*). Евристиката „Илюзия на разбирането впоследствие“ се проявява когато икономическите субекти дават много по-висока оценка за предвидимостта на даден резултат след като вече знаят крайния резултат. Евристиката е известна и като „аз знаех, че това ще се случи“ (*Yazdipour, 2011, с. 28*). Икономическите субекти са склонни да виждат неща, които вече са се случили, като неизбежни и предвидими, защото така облекчават притесненията, свързани с неочаквани събития. Тази гледна точка често е причинена от реконструктивната природа на паметта. Паметта ни не е перфектна, затова запълваме празнините с информация, в която ни харесва да вярваме (*Pompian, 2012, с. 39; Гилбърт, 2009, 103 – 115*). Поради несъвършенствата в паметта инвеститорите също не винаги се съобразяват с грешките в минали инвестиционни решения, които са довели до загуби (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 468*).



След кризата от 2008 г. много икономически агенти твърдят, че са знаели добре, още преди тя да се случи, че е неизбежна. В действителност дори икономическите субекти, които са мислели, че ще има криза, не са могли да го покажат убедително тогава. Илюзията на разбиране е в това, че ние вярваме, че сме „знаели в миналото“ за предстоящо събитие. Реално ние сме предполагали много по-малко, отколкото сме убедени след това (*Канеман*, 2012, 259 – 263).

#### *Евристика „Потвърждение“*

Човешкият мозък показва отклонения при обработката на някои видове информация. Икономическите субекти не възприемат цялата постъпваща от външната среда информация, а я филтрират. Селективното възприятие е естествено за човешката природа. Икономическите субекти се опитват да убедят себе си в това, в което искат да вярват, като дават повече тежест на доказателства, подкрепящи техните вярвания и пренебрегват или променят доказателствата, които са в конфликт с техните вярвания (*Pompian*, 2012, с. 28; срв. със *Седларски, Димитрова*, 2014; *Гилбърт*, 2009; *Талеб*, 2011). Евристиката „Потвърждение“ (англ. *confirmation bias*) предполага точно това – че инвеститорите са по-склонни да търсят и забелязват информация, която подкрепя първоначалната им идея за инвестиция и да игнорират или подценяват информацията, която противоречи на идеята им. Като резултат инвеститорите вземат грешно решение, защото не се съобразяват с пълната картина на ситуацията (*Hede*, 2012, с. 35).

Например инвеститор чува за много атрактивна акция от непроверен източник и се интересува от потенциалната ѝ възвръщаемост. Инвеститорът проучва акцията, за да прецени дали инвестицията е оправдана. При проучването той намира положителна информация за инвестицията – нарастващи парични потоци и нисък коефициент на дълга към собствения капитал. Същевременно не забелязва негативните съобщения за загуба на важни клиенти или намаляващ пазарен дял. Инвеститорът се съсредоточава върху информацията, която потвърждава предварително съществуващите убеждения. Икономическите субекти, дори и да са наясно за влиянието на евристиката „Потвърждение“, не могат да го избегнат. Едно от възможните решения за преодоляване на този проблем е да се посъветват с колега. Така биха се изправили пред противоречаща гледна точка, която ще е необходимо да се анализира допълнително (*Hede*, 2012, с. 36).

#### *Екстремни реакции на пазара*

Инвеститорите на фондовия пазар са подвластни на емоции и проявяват свръхреакции към нова информация. Според теорията за пазарната ефективност новата информация трябва да повлияе устойчиво върху цена-

та на дадена ценна книга. Добрата новина би трябвало да повиши цената на акциите и печалбата. Ако няма нова информация, цената на акциите не би трябвало да спадне. Реалността, обаче, противоречи на теорията. Често участниците на фондовия пазар реагират пресилено на нова информация, което предизвиква увеличение или намаление на цената на ценната книга. Но увеличението или намалението не е постоянно. Въпреки че промяната в цената е внезапна и много голяма, с течение на времето цената постепенно започва да се връща към началните си стойности.

Бонд и Талер (*De Bondt, Thaler, 1985*) привеждат доказателства, че икономическите субекти понякога реагират екстремно на неочаквани и драматични събития и новини. В свое изследване авторите детайлно разглеждат възвръщаемостта на Нюйоркската фондова борса в рамките на 36 месеца. Бонд и Талер отделят най-добрите 35 акции в „портфейл на победителите“ и най-лошите 35 акции и „портфейл на губещите“. След това проследяват представянето на всеки портфейл. Резултатът е, че след 36 месеца „портфейлът на губещите“ печели с 25% повече отколкото „портфейла на победителите“. Първоначалните „победители“ стават „губещи“ и обратното. Причината за този обрат е, че инвеститорите проявяват свръхреакция и при двата портфейла. При губещия портфейл инвеститорите реагират на лоши новини и предизвикват непропорционален спад на цените на акциите. След известно време осъзнават, че песимизмът им не е напълно оправдан и че акциите са подценени. Обратното е вярно за „портфейла на победителите“. Свръхреакцията се обяснява отново с определени психологически склонности. Икономическите субекти получават достъп до поредица от данни, които са случайни, но са убедени, че виждат модел в тях. Те се чувстват уверени, че случайната поредица не е случайна и за това са склонни да основават решенията си на погрешни заключения относно очакваното развитие на пазарите на базата на въображаеми модели (*Bondt, Thaler, 1985*; срв. с *Талеб, 2011*; *Гилбърт, 2009*; *Канеман, 2012*).

#### *Поведение, зависимо от миналото*

*Поведение, зависимо от миналото или от пътя* (англ. *path dependent behavior*) се наблюдава тогава, когато за бъдещите ни решения е от значение не само текущото състояние, но и как сме стигнали до мястото, където сме. Наблюденията на човешкото поведение показват, че решенията на икономическите субекти най-често са повлияни от поредица минали събития. За да се избегне влиянието на предишната траектория при вземането на решения в общия случай на индивидите е необходима силна мисловна самодисциплина (*Hede, 2012, с. 40*). Пример за поведение, зависимо от пътя, е психологическият механизъм, определян като „пари на къщата“ (англ. *house money*). Емпирично бива установявано как поведението на ико-

номическите субекти се повлиява от предишна печалба или загуба. Икономическите субекти са склонни да поемат риск след печалби, загрижени са по-малко за евентуални бъдещи загуби и купуват повече. От друга страна, след като инвеститорите изгубят пари, стават по-чувствителни към риска, поради което извършват дълги покупки и къси продажби (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 567*).

Икономическите субекти третират различните активи по различен начин и съответно са склонни да поемат различни рискове с тях. Например парите, спечелени в казино, се приемат отново като „пари на къщата“ и се третират по-спекулативно, отколкото останалите пари в джоба ни. Наследените пари са използвани по различен начин от спечелените пари. Отложено плащане или предплатените разходи влияят върху степента на потреблението. Плащане в брой и плащане с кредитна карта предизвикват различни невробιологични реакции и т.н.<sup>1</sup>

## ФИНАНСОВИ АНОМАЛИИ

Финансовите аномалии са определяни като емпирично установени факти, които не са добре обяснени или са в пряко противоречие с теорията за ефективните пазари. В настоящия раздел представяме някои от най-разработените в специализираната литература финансови аномалии.

### *Календарни аномалии*

#### *Януарски ефект и ефект на малките фирми*

„Януарският ефект“ (англ. *The January effect*) е най-известният пример за аномалии на пазара на акции в целия свят. Акции на фирмите и в частност акции на малките фирми носят по-голяма възвръщаемост през януари в сравнение с останалите месеци. „Януарският ефект“ е особено интересен, защото не е изчезнал, въпреки че е известен от най-малко 25 години. Съгласно теорията на арбитража аномалиите изчезват, когато инвеститорите започнат масово да се възползват от тях. Аномалията „януарски ефект“ доказва още веднъж, че традиционните теории не могат да обяснят всичко, което се случва на реалните пазари (*Pompian, 2012, с. 19*).

Изследване на Розеф и Кини (*Rozeff, Kinney, 1976*) установява, че в периода между 1904 г. и 1974 г. средният размер на възвръщаемостта на малките фирми през януари е около 3,5%, докато през останалите месеци е около 0,5%. Месечното представяне на акциите на малките фирми следва

---

<sup>1</sup> Доказано е например, че покупките с кредитни карти намаляват активността в предната инсуларна кора на мозъка (*Yazdipour, 2011, с. 87*).

относително постоянен модел, който е в противоречие с предсказаното от традиционната финансова теория (срв. с *Hede*, 2012, с. 44). В края на финансовата година, през месец декември, инвеститорите продават губещи акции, за да повлияят на данъчните си задължения, а през януари възвръщаемостта по тях отново се покачва, когато инвеститорите имат по-малко стимули да ги продават. Данъкът върху капиталовия прираст в края на годината може да обясни „януарския ефект“. Въпреки това, явлението съществува и на месца, където няма данъци върху капиталовите печалби.

И други проучвания (например това на фондови пазари в 15 различни страни на *Gultekin & Gultekin*, 1983) доказват, че „януарският ефект“ не може да се обясни с данъците или други институционални режими в страната (срв. с *Hede*, 2012, 44 – 45). Акциите на малките фирми в САЩ за периода 1941 – 1981 г. имат средна възвръщаемост от 8,06% през януари, докато акциите на големите фирми имат средна възвръщаемост от 1,342%, като и в двата случая средната възвръщаемост през януари надхвърля средната възвръщаемост през другите месеци. За периода 1982 – 1991 г. средната възвръщаемост през януари е съответно 5,32% и 3,2% за акциите на малките и на големите фирми. Възможно обяснение на „януарския ефект“ е, че инвеститорите често са задължени да публикуват финансова информация за портфейлите, които държат, в края на годината. Те се стремят да покажат големи и добре познати компании в портфейлите си. Затова продават акциите на малките компании и купуват акции на големи компании през декември, а след това правят обратното през януари. Следователно цените на акциите на малките компании се покачват през януари. Купър и колектив (*Cooper et al.*, 2006) откриват и друга аномалия, свързана с ефекта. Тяното изследване установява, че доходите на фондовата борса през януари са предсказващи за възвръщаемостта през следващите единадесет месеца. Авторите наричат ефекта просто „*другият януарски ефект*“ (срв. с *Hede*, 2012, 45 – 46).

Кеим (*Keim*, 1983) открива, че през януари настъпва още и т.нар. *ефект на малките фирми* (англ. *small-firm effect*). В действителност при една четвърт от малките фирми този ефект се наблюдава през първите пет работни дни на януари. Като и Шелхаим разглеждат детайлно Токийската фондова борса и установяват свръхвъзвръщаемост през януари и силна връзка между размера на фирмата и възвръщаемостта за месеца, т.е. малките фирми се представят значително по-добре от големите фирми (вж. *Hede*, 2012, 44 – 45).

### *Ефект на края на месеца*

Съществуват многобройни свидетелства, че акциите имат по-висока възвръщаемост в последния ден и в първите четири дни на всеки месец в сравнение с другите дни. Изследване сравнява възвръщаемостта на акциите, включени в индекса „Стандарт енд Пуърс 500“ за 65-годишен период и установява, че американските акции генерират по-висока доходност в края и в началото на всеки месец. Разумно обяснение на явлението са постъпващите парични потоци у инвеститорите в края на месеца – заплати, ипотекы, кредитни карти. Пазарните участници, които търгуват редовно, могат да се възползват от „ефекта на края на месеца“ (англ. *end of the month effect*) (Pompian, 2012, с. 20).

Крос (Cross, 1973) разглежда т.нар. *уикенд ефект* (англ. *weekend effect*) и установява, че средната възвръщаемост на акциите е отрицателна между края на търговията в петък и края на търговията в понеделник. Гибонс и Хес (Gibbons, Hess, 1983) проследяват детайлно 17-годишния период между 1962 г. и 1978 г. и установяват, че в понеделник средната възвръщаемост е отрицателна на годишна база (33,5% на годишна база). Кейм и Щамбауг (Keim, Stambaugh, 1984) разглеждат дневната възвръщаемост на „Стандарт енд Пуърс 500“ през периода 1928 – 1982 г. и установяват, че в понеделник средната възвръщаемост е отрицателна. Други икономисти също откриват „уикенд ефекта“, което предполага, че могат да се извлекат предимства от закупуване в понеделник и продажба в петък (вж. Hede, 2012, с. 43).

Календарните ефекти „януарски ефект“ и „уикенд ефект“ са отхвърлени от някои икономисти. Те твърдят, че са използвани едни и същи данни за идентифициране на календарните ефекти и за тестване за наличието на ефектите. Според тях календарните ефекти са резултат от случайност. Аномалиите не биха могли да се задържат в дългосрочен план, защото губят способността си да бъдат основа за прогнози, след като са открити. Например веднага след като е доказан „януарският ефект“, инвеститорите действат спрямо информацията и ефектът изчезва. Вероятно е само някои календарни аномалии да продължат да съществуват, защото е трудно за спекуланти и други търговци да реализират печалби от тях (Hede, 2012, 42 – 43).

### *Сезонно поведение на цените на акциите*

Добре позната стратегия на фондовите пазари е „продай през май и си тръгни“. Това старо поверие сред финансовите инвеститори е изследвано емпирично от Кеплер и Ху (Kepler, Xue, 2003). Авторите разглеждат 18 от най-развитите национални фондови пазари през периода 1970 – 2001 г. и установяват, че от ноември до април (силни месеци) средният темп на нарастване на цените на акциите е 8,36%, докато средният темп на нарастване на цените от май до октомври (слаби месеци) е 0,37%.

**Таблица 3.** Средна годишна възвръщаемост в проценти  
(декември 1969 – декември 2001)

	Добри месеци	Всички месеци	Лоши месеци
Австралия	7,38	8,71	0,99
Австрия	9,00	6,91	-2,06
Белгия	11,30	9,42	-2,10
Канада	7,92	8,62	0,70
Дания	6,83	13,89	5,13
Германия	9,32	8,87	-1,10
Италия	14,52	12,28	-2,25
Испания	11,34	9,77	-1,77
САЩ	19,97	9,03	-0,72

Източник: Keppler, Xue (2003).

Между ноември и април възвръщаемостта е по-висока, а рискът е по-нисък. Марк Твен е първият, който коментира сезонното поведение на цените на акциите през 1897 г., отбелязвайки в новелата „Pudd'nhead Wilson“, че октомври е най-опасният месец за спекулация с акции.

Кеплер и Ху разглеждат няколко причини за сезонното поведение на цените на акциите. Пример са бонусите, които се изплащат в края или в началото на годината. Според изследване на поведението с оглед на спестяванията икономическите субекти спестяват и инвестират по-лесно част от еднократни суми, отколкото части от редовни си доходи. Инвестирането на тези еднократни суми увеличават търсенето на акции, а оттам и цените им, по време на периода, в който се раздават бонуси. Много инвеститори могат да инвестират само в първите няколко месеца на годината, тъй като през летните месеци (летни почивки) и в края на годината (празници) разходите са по-високи от тези в първата половина на годината (Keppler, Xue, 2003).

Друго възможно обяснение е явлението „спускане по инерция“ (англ. *coasting*). Някои инвеститори променят стратегиите си след първите няколко месеца на годината, когато са печеливши. Инвеститорите натрупват печалби в началото на годината и се оттеглят, „спускат по инерция“, за да предотвратят възможни загуби. Следваща причина са обещанията по Нова година (New Year's Resolutions). В края на всяка година много хора решават да инвестират част от доходите си през следващата година. Неочаквани събития като заболяване, безработица, почивка, брак, или големи покупки през годината могат да отклонят предназначените за инвестиции средства (Keppler, Xue, 2003).

### *Проклятието на победителя*

Едно от предположенията на стандартните финанси и традиционната икономика е, че инвеститорите и търговците са достатъчно разумни, за да са наясно с истинската стойност на някои активи и да наддават само до съответната сума за тях. Въпреки това се срещат аномалии като „*проклятието на победителя*“ (англ. *the winner's curse*). Например при търгове инвеститорите плащат високи суми, надвишаващи реалната стойност на актива, за да го получат. „Проклятието на победителя“ възниква, когато участниците в търга трябва да оценят истинската стойност на стоката, за която те наддават. Ако приемем, че участниците на пазара са рационални, средната оферта ще бъде по-малка от действителната стойност (участниците в търга са чувствителни към риска). В действителност обаче печелившата оферта често е значително по-висока (поради грешки при изчисленията и оценките). Търгът се печели от инвеститора, който плати повече от реалната стойност (срв. със *Седларски, Димитрова, 2014; Канеман, 2012*). Неговото поведение противоречи на стандартните икономически твърдения за рационалност и това наблюдение намира приложение в различни аспекти от икономическия живот. Рационално базираните теории предполагат, че всички участници в процеса на наддаване имат достъп до цялата необходима информация и всички достигат до същата оценка. Но различията в ценообразуването доказват, че се отразяват и други фактори на наддаването, които не са пряко свързани с актива (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 56*).

Съгласно Роберт Халер „проклятието на победителя“ се обяснява от два основни фактора, които подкопават процеса на рационалното наддаване: броят на участниците в търга и агресивността на наддаване. Например колкото повече са участниците в търга, толкова по-агресивно трябва да се наддава, за да се откажат останалите да наддават. За съжаление увеличаването на агресивността също ще увеличи вероятността, че направената оферта ще превишава стойността на актива (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 56*).

Като пример можем да приведем ситуация, в която потенциални купувачи наддават за къща. Възможно е всички участващи страни да са рационални и да знаят истинската стойност на дома от познания за последните продажби на подобни жилища в района. Въпреки това нерелевантни за актива фактори – като агресивно наддаване и голям брой на кандидатите – могат да доведат до грешна оценка. Тази оценка надвишава продажната цена например с повече от 25% от истинската стойност на дома (*Hede, 2012, с. 48*).

„Проклятието на победителя“ предоставя още доказателства, че инвеститорите не са рационални. За проклятието на победителя има и редица други обяснения, свързани с теориите в рамките на поведенческите финанси, включително непълна информация и емоции. Независимо от причината,



активът в търга се присъжда на кандидата с най-голямо надценяване. Не е рационално поведение да се плаща повече, отколкото е реалната стойност. Теоретично, ако пазарите са ефективни, няма да се случи надценяване. Въпреки това в историята на пазара има твърде много случаи на надценяване и корекции. Инвестиционните балони, като дот-ком или жилищния балон, доказват, че икономическите субекти купуват акции и недвижими имоти на ирационални цени (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 56*).

„Проклятието на победителя“ се наблюдава и на пазара за първични публични предлагания (IPO-та), защото инвеститорите разполагат с различна информация за справедливата стойност на акциите. Докато неинформираните инвеститори се абонират за всеки IPO, информираните инвеститори купуват нови акции, само ако емисионната стойност е по-ниска от справедливата стойност. Поради тази причина неинформираните инвеститори често са жертва на „проклятието на победителя“. Затова и акциите се предлагат на по-ниска цена с цел задържане на неинформираните инвеститори на пазара, тъй като нито един инвеститор не разполага с достатъчно пари, за да усвои първично публично предлагане (*Baker, Ricciardi, 2014, с. 56*).

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Човешката психология е в центъра на поведенческите финанси и стои в основата на явления като финансовите кризи. Приложението на психологията във финансите ни дава усъвършенствано познание за нашите стремежи, познавателна способност, емоции, култура и разбиране за справедливост. Стремежите предизвикват емоции и когнитивни грешки, които заслепват икономическите субекти и ги подтикват да рискуват неоправдано много. Стремежът към богатство и статус кара банкерите да предлагат рискови ипотечи и ипотечни ценни книжа. Самоуверените банкери продължават да стимулират натрупването на ливъридж. В същото време голяма част от обществото и неговите политически лидери са убедени, че не са нужни регулации, тъй като пазарите са ефективни и справедливи (*Shefrin, Statman, 2011, с. 53*).

Още Кейнс заявява програматично, че човешката психология е причината финансовите пазари и икономиките да преживяват сътресения и подеми. Позовавайки се на работата на Кейнс, Мински също предлага обяснение на финансовите кризи. Той въвежда дестабилизиращите последици от финансовите иновации, еуфорията на пазара и умението на банкерите да заблуждават останалите в икономическия анализ. Мински формулира политики за справяне с кризите. Тези политики предвиждат важна роля на Федералния резерв за ограничаване на спекулативното финансиране и на



Понци-финансирането (пак там, с. 54). Все по-очевидно става, че невинаги съществува ценови механизъм или „невидима ръка“, които да осигурят оптимално състояние на икономиката. Налице е обаче социална система, състояща се от отделни индивиди и колективни решения. Според Мински не може да се очаква в този динамичен свят да се решат проблемите на институционалната организация на обществото и пазарите веднъж завинаги (Whalen, 2009, с. 14). Нашият свят винаги ще бъде несигурен, развиващ се по неочакван начин. Последващата преценка на събитието ни подвежда в очакването, че ще можем да предвидим бъдещата криза, така ясно, както вече изминалата и че ще прилагаме политики, които ще предотвратят бъдещите кризи (Shefrin, Statman, 2011, с. 54). Дори и да идентифицираме политиките, които предотвратяват кризите, може да сме неспособни да ги приложим, тъй като икономическите субекти, които губят вследствие на осъществените политики, биха възприели поведение, което би ни попречило. Необходимо е постоянно да си припомним нашите психологически грешки, така че да можем да предотвратяваме някои кризи и смекчаваме други. Знанието за евристиките ни позволява да се съобразяваме с тях при вземането на решения. Икономическите агенти не са рационални и последователни в действията си и непрекъснато са повлияни от психологически фактори. Сблъскваме се с примери, които доказват, че икономическите теории не са практически приложими във всеки момент. С помощта на поведенческите финанси сме способни да обясняваме неочакваните обрати на финансовите пазари и да сме подготвени за тях.

## Литература

- Ариели, Д. (2012). *Предвидимо ирационални. Кои са силите, формиращи нашите решения*. София, НСМ Медиа
- Гилбърт, Д. (2009). *Какво е нужно да си щастлив? Само си мислиш, че знаеш...* София: Изток-Запад.
- Канеман, Д. (2012). *Мисленето*. София: Изток-Запад.
- Куигин, Дж. (2013). *Зомби икономикс*, София: „Изток-Запад“ (превод от John Quiggin, *Zombie Economics. How Dead Ideas Still Walk among Us*. Princeton University Press, 2010).
- Леонидов, А., Т. Седларски (2016). *Икономически теории. Антология. Том първи*. София: Университетското издателство „Св. Климент Охридски“.
- Менгов, Г. (2010). *Вземане на решения при риск и неопределеност*. София, Жанет 45.
- Райнхарт, К., К. Рогоф (2013). *Този път е различно*. София: ИК Сиела, 2013.
- Седларски, Т., Ж. Панайотов (2016). Изпълзващата се цел на щастието. – *Годишник на Софийския университет „Св. Климент Охридски“*, **13**.
- Седларски, Т., Димитрова, Г. (2014). Основни концепции в теорията на поведенческите финанси. – *Годишник на Софийския университет „Св. Климент Охридски“*, **12**, 195 – 219.

- Седларски, Т., Г. Димитрова (2016). Световната финансова криза от перспективата на поведенческите финанси. – *Годишник на Стопанския факултет на СУ „Св. Климент Охридски“*, **13**, 247 – 268.
- Талеб, Н. (2011). *Черният лебед. Въздействието на слабо вероятното в живота и на пазар*. София: ИнфоДар.
- Шърмър, М. (2010). *Пазарното мислене*. София: „Изток-Запад“ (превод от Michael Shermer, *The Mind of the Market. Compassionate Apes, Competitive Humans, and Other Tales from Evolutionary Economics*. Times Books, Henry Holt and Company, LLC, 2008).
- Ackert, L. F. and R. Deaves (2010). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*. USA, South-Western Cengage Learning.
- Andrea, D., I. Welch (1996). Rational Herding in Financial Economics. – *European Economic Review* 40, 603 – 615.
- Andrew, L. (2004). The Adaptive Market Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. – *Journal of Portfolio Management*, (5), 15 – 29.
- Baker, H. K., V. Ricciardi (2014). *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Brad, M., T. Odean (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. – *The Journal of Finance*, (2), 703 – 805.
- Benartzi, S. (2001). Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock. – *Journal of Finance* (56), 1747 – 1764.
- Cooper, M. J., T. P. Langdon, C. W. Lemoine (2006). – Bridging the Gap: Academic Research That is Relevant to Practitioners. – *Journal of Financial Service Professionals*, Vol. 60.
- Cross, F. (1973). The Behavior Stock Prices on Fridays and Mondays. – *Financial Analyst Journal*, Vol. 29.
- Crusius J., van Horen F., T. Mussweiler (2012). -Why Process Matters: A Social Cognition Perspective on Economic Behavior. – *Journal of Economic Psychology*, 33 (3), 677 – 685.
- De Bondt, W. F. M., R. Thaler (1985). -Does the Stock Market Overreact? – *Journal of Finance* 40, 793 – 807.
- Fabozzi, F. (2009). *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. – *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383 – 417.
- Fama, E. F., French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. – *Journal of Finance* 47:2, 427 – 465.
- Gibbons, M., P. Hess (1983). Day of the Week Effects and Asset Returns. – *Journal of Business*, Vol. 54.
- Goetzmann, W. N., A. Kumar, A. (2005). Equity Portfolio Diversification. – *Review of Finance*, 12.
- Gultekin, M. N. & N.B. Gultekin (1983). Stock Market Seasonality: International Evidence. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, 469 – 481.
- Hawkins, S. A., R. Hastie (1990). Hindsight: Biased Judgments of Past Events after the Outcomes are Known. – *Psychological Bulletin*, Vol 107(3), 311 – 327.
- Hede, P. D. (2012). *Behavioural Finance*, 25 в [www.bookboon.com](http://www.bookboon.com).
- Keim, D. B. (1983). Size related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, 29 – 51.
- Keim, D.B., R. F. Stambaugh (1984). A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns. – *Journal of Finance*, Vol. 39.
- Kelly, M. (1995). All Their Eggs in One Basket: Portfolio Diversification of U.S. Households. – *Journal of Economic Behavior and Organization* (27), 87 – 96.
- Kepler, M., H. Xue (2003). The Seasonal Price Behavior of Global Equity Markets. – *The Journal of Investing*, Volume 12, 49 – 53.

- Krugman, P. (2009). *How Did Economists Get It So Wrong?. The New York Times*. <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>. Retrieved 2016-05-12.
- Lo, A. W. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. – *Journal of Portfolio Management*, 30th Anniversary Issue, 15 – 29.
- March, J., Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk Taking. – *Management Science*, Vol. 33, 1404 – 1417.
- Montier, J., (2007). *Behavioral Investing: A Practitioner's Guide to Behavior Finance*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Loses? – *Journal of finance*. Vol.53, 1775 -1798.
- Pompian, M. M. (2012). *Behavioral Finance and Investor Types*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Read, D., G. Loewenstein (1995). Diversification Bias: Explaining the Discrepancy in Variety Seeking between Combined and Separated Choices. – *Journal of Experimental Psychology: Applied* 1:34 – 49.
- Rozeff, M. S., W. R. Kinney (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 379 -402.
- Shefrin, H., M. Statman (2011). *Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Mynsky, and Keynes*. Working Paper, Santa Clara University.
- Shefrin, H.M., M. Statman (2000). Behavioral Portfolio Theory. – *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (2), 127 – 151.
- Shefrin, H.M., and M. Statman. (1994). Behavioral Capital Asset Pricing Theory. – *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (3), 323 – 349
- Shefrin, H., M. Statman (1995). Making Sense of Beta, Side and Book-to-Market. – *Journal of Portfolio Management*, Vol. 21, 26 – 34
- Shefrin, H., M. Statman (2000). Behavioral Portfolio Theory. – *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127 – 151.
- Shiller, R. J., J. Pound (1989). Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information among Investors. – *Journal of Economic Behavior*, 12, 47 – 66.
- Siebenmorgen, N., Weber, M. (2003). A Behavioral Model for Asset Allocation. – *Financial markets and Portfolio Management*, Vol. 17, No. 1, 15 – 42.
- Simonson, I. (1990). The Effect of Purchase Quantity and Timing on Variety-Seeking Behavior. – *Journal of Marketing Research* (27), 150 – 162.
- Statman, M. (2011). *What Investors Really Want. Discover What Drives Investor Behavior and Make Smarter Financial Decisions*. New York, McGraw-Hill.
- Terrance, O. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?. – *The Journal of Finance* (5), 176 – 177.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. – *Journal of Behavioral Decision Making* 12 (3): 183 – 206. doi:10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F.
- Tversky, A., D. Kahneman (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, Volume 5, Issue 2, 207 – 232.
- Weber, M., Welfens, F. (2008). Splitting the Disposition effect: Asymmetric reactions towards 'selling winners' and 'holding losers'. Working Paper, University of Mannheim: Retrieved online from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1176422> .
- Whalen, C. (2009). *An Institutional Perspective on the Global Financial Crisis*. Working Paper, Cornell University, School of Industrial and Labor Relations.
- Yazdipour, R. (2011). *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*. Springer Science+Business Media, LLC 2011.

Постъпила на 16.05.2016 г.