

Վարքագծային ֆինանսների և ֆինանսների ավանդական տեսության համեմատական վերլուծությունը

Գրիգորյան Է. Մ.

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ (Երևան, Հայաստան)
grigoryanerik@hotmail.com

Պետրոսյան Ս. Մ.

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի կառավարման ամբիոնի ասպիրանտ, (Երևան, Հայաստան)
samsonpetrosyan95@gmail.com

Վճռորոշ բառեր՝ վարքագծային ֆինանսներ, ֆինանսների ավանդական տեսություններ, արդյունավետ շուկայի վարկած, օգտակարության հայեցակարգ

Сравнительный анализ поведенческих финансов и традиционной теории финансов

Григорян Э. М.

Аспирант кафедры финансов, Армянский государственный экономический университет (Ереван, Армения)
grigoryanerik@hotmail.com

Петросян С. М.

Аспирант кафедры менеджмента, Армянский государственный экономический университет (Ереван, Армения)
samsonpetrosyan95@gmail.com

Резюме: В данной статье рассматривается развитие поведенческих финансов в контексте теории финансов. Она начинается с описания традиционного подхода к финансам и с представления упоминаний различных авторов о первых поведенческих аномалиях, и продолжается сравнением поведенческих финансов и традиционных финансовых теорий. Подчеркивается необходимость изучения поведенческих финансов как наиболее реалистичное и актуальное направление финансовой теории.

Ключевые слова: поведенческие финансы, традиционные теории финансов, гипотеза эффективного рынка, концепция полезности

Comparative analysis of behavioral finance and tradition finance

Grigoryan E. M.

PhD student at finance department, Armenian State University of Economics (Yerevan, Armenia)
grigoryanerik@hotmail.com

Petrosyan S. M.

PhD student at management department, Armenian State University of Economics (Yerevan, Armenia)
samsonpetrosyan95@gmail.com

Abstract: This article discusses the development of behavioral finance within the framework of finance theory. It begins with the description of traditional finance, with the demonstration of first records of behavioral anomalies by different authors, which is followed by the comparison of behavioral finance and traditional finance. In this article, the necessity of the investigation of behavioral finance as more realistic and up-to-date branch of finance is stressed.

Keywords: behavioral finance, traditional theory of finance, efficient market hypothesis, utility concept

Այս հոդվածում քննարկվում է վարքագծային ֆինանսների զարգացման ընթացքը ֆինանսների տեսության շրջանակում: Այն սկսվում է ֆինանսների մասին ավանդական տեսության մոտեցման նկարագրությամբ,

ստաբիլ հեղինակների կողմից առաջին վարքագծային անկանոնությունների (անոմալիաների) հիշատակումների ներկայացմամբ, որը շարունակվում է վարքագծային ֆինանսների և ֆինանսների ավանդական տեսությունների

համեմատությամբ: Առաջ է քաշվում վարքագծային ֆինանսների ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը՝ որպես ֆինանսների տեսության առավել իրական և արդիական ուղղություն:

Վարքագծային ֆինանսները ֆինանսների տեսության մեջ համեմատաբար նոր զարգացող ուղղություններից է, որն ուսումնասիրում է անձանց, հատկապես ներդրողների հոգեբանությունն ու դրա դերը ֆինանսական և ներդրումային որոշումներ կայացնելիս: Քանզի նման որոշումները կայացվում են հուզականության որոշակի մակարդակում, ապա դրանց ռացիոնալությունը կասկածի տակ է դրվում: Եթե ֆինանսական տեսության մեջ կարևոր տեղ են գրավել փաթեթի կառավարման տեսությունն ու արդյունավետ շուկայի վարկածը, ապա հատկապես վերջին երկու տասնամյակներում սրընթաց զարգացող վարքագծային ֆինանսների տեսությունը ուշադրության է արժանանում ֆինանսների, հոգեբանության և հասարակագիտության միջև փոխկապակցվածության խնդիրների ուսումնասիրության և հետաքրքիր բացահայտումների շնորհիվ: Այնուամենայնիվ, 1800-ականների վերջին և 1900-ականների սկզբին վարքագծային ֆինանսների վերաբերյալ հրատարակված մի շարք գրքեր վկայում են վարքագծային ֆինանսների դպրոցի հիմնադրումը [7, էջ 4-9]: Հատկապես հիշարժան իրադարձություններին է անդրադարձել Չարլզ Մակքեյը իր «Բացառիկ ժողովրդական մոլորություններ և ամբոխների մոլեգնությունը» աշխատությունում, որտեղ հիշատակում է 1630-ականներին ստեղծված «Կակաչի», 1710-1720-ական թվականների «Հարավծովյան» և «Միսիսիփի» ընկերությունների պղպջակների մասին՝ դրանք մատնանշելով որպես արդյունավետ շուկայի անկանոնության դրսևորումներ [6, էջ 4-74]: Արդյունավետ շուկայի մասին վարկածը ակադեմիական շրջանում գերակայության գագաթնակետին հասավ 1970-ական թվականներին, երբ գերակշռում էր այն գաղափարը, թե սպեկուլյատիվ ակտիվների գները, ինչպիսիք են արժեթղթերի գները, իրենց մեջ ներառում են ներքին արժեքի (intrinsic value) մասին լավագույն տեղեկատվությունը և փոփոխվում՝ միայն տեղեկատվության շնորհիվ [8, էջ 83-104]: Եթե ներդրող-

ները նախկինում հիմնվում էին ավանդական ֆինանսների տեսությունների վրա, այն է՝ առկա վիճակագրական տվյալների հիման վրա փորձում էին հաշվարկել կոռելյացիան, ստանդարտ շեղումն ու ակնկալվող եկամուտը, ապա վերջին երկու տասնամյակի ընթացքում գործնականում նրանք սկսել են մեծ ուշադրություն դարձնել նաև այլ գործոններին, ինչի արդյունքում նրանց ներդրումային որոշումների կայացման գործընթացը փոփոխվել է: Սակայն դեռևս 1998 թվականին արդյունավետ շուկայի վարկածի ջատագովներից Եվգեն Ֆաման նշում է, որ օրինակ՝ արժեթղթերի շուկայում բաժնետոմսերի գները կարող են դառնալ որոշակիորեն իռացիոնալ կամ հանգեցնել տարբեր արդյունքների [4, էջ 283-306]: Դա շատ վարքագծային տեսության կողմնակիցների գոհացրեց այնպես, ինչպես 2005 թ.-ի նոյեմբերի 19-ին «Մադրիդի Ռեալի» երկրպագուների՝ Ռոնալդինյոյի ուղղված ծափահարությունները «Բարսելոնայի» երկրպագուներին: Քանի որ վարքագծային ֆինանսներն ուսումնասիրում է հենց ներդրողների կայացրած ֆինանսական որոշումները հասարակագիտության (սոցիոլոգիայի) և հոգեբանության տեսանկյունից, հաճախ հարց է առաջանում, թե արդյոք վարքագծային ֆինանսները առավելապես ֆինանսների, սոցիոլոգիայի, թե՛ հոգեբանության ուսումնասիրության ոլորտն են: Զարգանալով որպես դասական ֆինանսական տեսություններին «հակակշռող» ուղղություն՝ վարքագծային ֆինանսներն իր մեջ պարունակում է թե՛ սոցիոլոգիային, թե՛ հոգեբանությանը, թե՛ ֆինանսներին վերագրվող տարբեր: Որպեսզի վարքագծային ֆինանսներն ընկալվի լիարժեքորեն, անհրաժեշտ են հիմնային գիտելիքներ վերը նշված գիտությունների վերաբերյալ, քանի որ հաճախ վարքագծային ֆինանսները, ըստ էության, ընկալվում է որպես ֆինանսների դասական տեսության հակադիր ուղղություն, որը ոչ միայն բացառում է ռացիոնալ մարդու գոյությունը, այլև ժխտում է արդյունավետ շուկայի առկայությունը: Վերջինիս մասին նշում է նաև Եվգեն Ֆաման [4, էջ 1467-1485]: Փոխարենը՝ վարքագծային ֆինանսները, վկայելով հոգեբանությունում և սոցիոլոգիայում նոր ձեռքբերումները, մատնանշում է

այն գաղափարը, որ մարդիկ վարվում են ոչ այնպես, ինչպես դասական ֆինանսներում «Հոմո Էկոնոմիկուսը»: Դրա հիմքում ընկած է այն փաստը, որ մարդիկ սխալական են, հետևաբար մարդկանց ռացիոնալության, ինքնակառավարման ու սեփական շահերով առաջնորդվելու ենթադրությունները վավեր չեն: Սակայն դրանից չի կարելի եզրակացնել, որ վարքագծային ֆինանսները, ծագելով ֆինանսների մասին գիտությունից, շարժվում է դրան հակառակ: Այն ֆինանսների համեմատաբար նոր ուղղություն է, որն առավել բաց է նոր զարգացումներն ու մոտեցումներն ընկալելու [9]: Ընդհանուր առմամբ, վարքագծային ֆինանսները հիմնված է այն նույն սկզբունքների վրա, ինչ ստանդարտ ֆինանսները, ինչը ևս պնդում է, որ առաջինը վերջինի հակադարձ մոտեցումը չէ: Բացի այդ, վարքագծային ֆինանսների տեսությունը չի պնդում, որ մարդիկ ոչ ռացիոնալ են, այլ ընդգծում է մարդկանց սխալվելու մեծ հավանականությունը: Ավելին, այն մատնանշում է ներդրողների որոշումների կայացման ճանաչական սահմանափակումների և ոչ կատարյալ գիտելիքների առկայությունը:

Աղյուսակ 1. Ֆինանսների ավանդական տեսությունները [2]

Հեղինակ	Տարի	Բովանդակություն
Ջոն Սթյուարթ Միլ	1844	Homo Economicus-ի Հայեցակարգ
Դանիել Բեռնուլի	1738, 1954	Ակնկալվող օգտակարության տեսություն
Ֆոն Նյուման և Մորգենսթերն	1944	
Հարի Մարկովից	1952	Մարկովիցի փաթեթի տեսություն
Թրեյնոր, Շարփ, Լինթոն	1962, 1964, 1965	Ակտիվների գնահատման մոդել (CAMP)
Իեն Մոսսին	1966	
Եվգեն Ֆամա	1970	Արդյունավետ շուկայի վարկած

Այս տեսանկյունից ֆինանսական վարքագիծն ուսումնասիրող այս համեմատաբար նոր տեսությունը առանձնանում է նաև նրանով, որ առավել մոտ է իրականությանը, քան ֆինանսների կամ տնտեսագիտության ավանդական տեսությունները:

Աղյուսակ 1-ում արտացոլված են ֆինանսների հիմնական ավանդական տեսությունները, որոնք բավականին արդիական են եղել մինչև նախորդ դարի 70-80-ական թվականները և դարձել են վարքագծային ֆինանսների առաջացման հիմնաքարերից: Չնայած վերջինս ծագել է հենց ֆինանսների ավանդական տեսություններից՝ հարկ է նշել, որ վարքագծային ֆինանսների որոշ առանցքային հայեցակարգեր ձևավորվել են որպես ավանդական ֆինանսներում արդեն իսկ առկա հայեցակարգերին այլընտրանքներ: Այդպիսի հայեցակարգերից է վարքագծային ֆինանսներում կարևորագույն նշանակություն ունեցող «հեռանկարի տեսությունը» (prospect theory), որն առաջ են քաշել հոգեբաններ Քանեմանը և Տվերսկին՝ ռիսկային որոշումների կայացման վերլուծության համար [5, էջ 263-292]: Այդ հայեցակարգը հայտնի է որպես այլընտրանք օգտակարության հայեցակարգին. վերջինս չափում է ապրանքների և ծառայությունների սպառումից մարդկանց բավարարվածությունը [1, էջ 23-26]: Եթե ավանդական տեսությունն ընդգծում է մարդկանց ռիսկախույս լինելն ու բավարարվածության մաքսիմալացմանը ձգտումը, ապա վարքագծային ֆինանսները պնդում է, որ մարդիկ ձգտում են հասնել բավարարվածության մակարդակի՝ միաժամանակ կարևորելով շահ/կորուստ գաղափարը ռիսկ/եկամուտ հարաբերակցության նկատմամբ: Այսինքն, մարդիկ/ներդրողները առավել զգայուն են կորուստների նկատմամբ:

Իհարկե, ինչպես նշվեց, հաճախ է հանդիպում նաև արդյունավետ շուկայի վարկածի և վարքագծային ֆինանսների տեսության հակադիր բնեռներում ներկայացումը, ինչի ճշմարտացիությունը միանշանակ չէ: Երկու տեսություններն էլ փորձում են նպաստել առավել շահավետ ներդրումային որոշումների կայացմանը, բացատրել ֆինանսական որոշումների դրդապատճառները, տրամաբանությունը, եթե առկա է: Այս ամենը, անշուշտ, հրատապ է տնտեսության զարգացումը խթանելու տեսանկյունից, քանի որ ֆինանսական և ներդրումային որոշումներ կայացնելիս առավել քիչ սխալվող տնտեսավարող սուբյեկտներ ունեցող երկիրը զարգացման ավելի մեծ ներուժ ունի, քան ցածր ֆինանսական գրագի-

տության մակարդակ և համեմատաբար ոչ ռացիոնալ ֆինանսական վարքագիծ ունեցող երկրները: Այս առումով մեր երկիրը դանդաղում է, քանի որ չկան ներդրումային որոշումների կայացման ուսումնասիրման վերաբերյալ հետազոտություններ, անգամ քիչ են տեսության վերլուծության մակարդակում (հատկապես ֆինանսների տեսանկյունից): Մինչդեռ արևմտյան երկրներում դրանք իրականացվում են դեռևս նախորդ դարի վերջերից և նոր թափ ստացել վերջին տարիներին, որի մասին վկայում է 2017 թ.-ին վարքագծային ֆինանսների տեսության հայր Ռիչարդ Թեյլերին Նոբելյան մրցանակի շնորհումը՝ վարքագծային տնտեսագիտությունը նշանակալիորեն զարգացնելու համար [10]: Վարքագծային ֆինանսներին անդրադարձել են նաև ռուս հեղինակներ և հետազոտողներ: Օրինակ՝ Կոստոուկովան բիզնեսի արժեքը գնահատելիս հաշվի է առել նաև ֆինանսական վարքագծի որոշակի ասպեկտներ [11, էջ 52-58], Մորդաշկինան անդրադարձ է կատարել հոգեբանության տեսանկյունից [13, էջ 49-54], իսկ Գորեցկայան՝ հեռանկարի տեսության կիրառման վերաբերյալ [12, էջ 104-110]: Մրանք ևս փաստեր են, որոնք վկայում են մեր երկրում ֆինանսական վարքագծի ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը՝ տեսական և գործնական մակարդակներում:

Եզրակացություններ

Վարքագծային ֆինանսների ծագման ուսումնասիրության և ավանդական ֆինանսների տեսության հետ համեմատական վերլուծության արդյունքում կարելի է կատարել հետևյալ եզրակացություններին.

1. Ի հակադրություն տարածված թյուր կարծիքի՝ վարքագծային ֆինանսները զարգացել է ֆինանսների ավանդական տեսությունների հիման վրա՝ միաժամանակ լինելով առավել իրատեսական և արդիական՝ որպես ֆինանսների տեսություն:

2. Վարքագծային ֆինանսները շեղվում է ավանդական տեսություն առաջ քաշված ռացիոնալ մարդու գաղափարից և ընդունում, որ ներդրողները ունակ չեն տիրապետել ողջ շուկայական տեղեկատվությանն ու ենթակա են հուզական ազդեցության,

3. ՀՀ-ում դեռևս հետազոտություններ գրեթե չեն իրականացվել այս ոլորտում, իսկ արտասահմանում ֆինանսական վարքագծի վերաբերյալ հետազոտություններն արձանագրում են ՀՀ-ում դրանց իրականացման անհրաժեշտությունը:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. **Bernoulli D.**, "Exposition of a new theory on the measurement of risk," *Econometrica*, vol. 22, no. 1, 1954.
2. **Copur Z.**, Handbook of Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry, Z. Copur, Ed., USA: IGI Global, 2015, p. 3.
3. **Fama E.**, "Market Efficiency, LongTerm Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, 1998.
4. **Fama E. F.**, "Two pillars of asset pricing," *American Economic Review*, vol. 47, no. 2, 2014.
5. **Kahneman D. and A. Tversky**, "Prospect Theory: An analysis of decision under risk," *Econometrica*, vol. 47, no. 2, 1979.
6. **Mackay C.**, "Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds," in *Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds*, New York, Dover Publication Inc., 2003
7. **Ricciardi V. and H. K. Simon**, "What is Behavioral Finance?," *Business, Education and Technology Journal*, 2000.
8. **Shiller R. J.**, "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 1, 2003.
9. **Thaler R.**, *Advances in Behavioral Finance*, New York: Russel Sage foundation, 1993.
10. "The Nobel Prize," Nobel Media AB, [Online]. Available: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/>.
11. **Косорукова И.**, «Некоторые аспекты применения поведенческих финансов в оценке бизнеса,» *Имущественные отношения в Российской Федерации*, т. 143, № 8, 2013.
12. **Горецкая В. А.**, «Поведенческие финансы: использование теории перспектив в процессе принятия инвестиционных решений,» *Российское предпринимательство*, т. 235, № 13, 2013.
13. **Мордашкина Ю.**, «Психологические аспекты формирования механизма принятия инвестиционных решений,» *Российское предпринимательство*, т. 231, № 9, 2013.

Տճանաչանմանվել է՝ 10.03.2020
 Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 13.03.2020
 Принята/Ընդունվել է՝ 15.03.2020