

Частные инвестиции и инвестиционные решения в условиях риска и неопределенности: обзор теоретических подходов

Е.С. Лавренова,

аспирант, Национальный исследовательский Томский государственный университет (e-mail: lavcathrine@yandex.ru)

Т.Г. Ильина,

канд. экон. наук, доцент, зав. кафедрой Финансов и учета, Национальный исследовательский Томский государственный университет (e-mail: ilinatg@mail.ru)

Аннотация. В статье рассматривается, как частные инвестиции осуществляются в условиях риска и неопределенности, а также определяется влияние и роль риска в принятии инвестиционных решений. Особое внимание в работе уделяется определению субъективной и объективной составляющей процесса принятия инвестиционного решения. Так как риск и неопределенность обычно рассматриваются как базовый фактор для классификации частных инвесторов и для принятия ими инвестиционных решений, в статье фактор риска анализируется как с точки зрения объективного фактора оценки инвестиций, так и с точки зрения субъективной составляющей выбора инвестиционных инструментов.

Abstract. The article considers how a private investment is realized under risk and uncertainty, as well as determines the impact of risk on investment decision making. The subjective and objective sides of the investment decision-making process are reviewed with special attention. Since uncertainty and risk are usually considered as the basic factor for classifying private investors and therefore for making investment decisions. The article analyzes the risk factor both as an objective component of investment estimation and as a subjective factor of the investment instruments choice.

Ключевые слова: частные инвестиции, инвестиционный рынок, риск и неопределенность, инвестиционное решение.

Keywords: private investment, investment market, risk and uncertainty, investment decision.

Введение

Универсальное и простейшее определение термину инвестиции можно дать следующим образом: инвестиции – это расходы, произведенные в текущий момент времени для получения прибыли в будущем [1]. Для бизнеса это означает, что, компания должна часть своих доходов направлять на инвестиции для того, чтобы иметь возможность развиваться и оставаться на конкурентном рынке. Но эта логика действует и для частных инвесторов. Интегральное понятие «частный инвестор» включает такие группы инвесторов, которые представляют только собственные личные интересы, связанные с осуществлением инвестиционной деятельности. Под ними понимаются как физические, так и юридические лица, которые ведут свою деятельность как индивидуальные участники фондового рынка без статуса профессиональные [2, С. 12]. Инвестиционные решения, принимаемые частными инвесторами, часто имеют не только разумную, рациональную составляющую, но и эмоциональный, психологический элемент, отделить которые друг от друга невозможно. Но, к сожалению, в инвестиционной деятельности этот элемент как правило не учитывается из-за недостаточной изученности. И это становится

проблемой в условиях развития массового частного инвестирования. Хотя, в настоящее время, вопрос о принятии инвестиционных решений, в основе которых находятся инвестиционные предпочтения инвесторов, активно обсуждается и исследуется международными институтами, такими как Всемирный банк, Европейская комиссия, Европейский банк реконструкции и развития и другие.

Инвестиции осуществляются для получения прибыли и преумножения их стоимости, и они чаще всего осуществляются одним из двух способов. Инвестиции в реальные активы, такие как недвижимость или оборудование, и инвестиции в финансовые активы, такие как акции, облигации другие ценные бумаги. Принятие решения об инвестировании в тот или иной актив зависит от ожидаемой инвестором прибыли от данных инвестиций, стоимости актива и доступности инвестиционного инструмента, а также наличия ресурсов для инвестирования [3]. Но в современных реалиях быстроменяющейся конъюнктуры инвестиционного рынка все большее значение приобретают такие факторы как риск и неопределенность.

Понятие риск в экономической теории чаще всего рассматривается с точки зрения отсут-

ствия совершенной информации при принятии инвестиционного решения, таким образом смешивая понятия риск и неопределенность. При этом для более полного понимания сущности данного термина необходимо использовать как теоретический, так и эмпирический анализ, сочетание которых позволяет выработать наиболее точный подход к определению рисков [4].

Поэтому в данном исследовании обобщаются теоретические подходы, которые учитывают новые тенденции частного инвестирования и принятия инвестиционных решений с учетом рационального и иррационального поведения инвестора в условиях повышения риска и неопределенности. В статье рассматривается определение инвестиционных решений с точки зрения экономической теории. Отдельно определяется влияние риска и неопределенности в процессе принятия инвестиционных решений. В статье также приводится взгляд нейроэкономической науки на проблему риска и неопределенности, которая доказала влияние субъективного восприятия риска на принятие инвестиционных решений.

Понятие инвестиционное решение с точки зрения экономической теории

Двумя важнейшими факторами, влияющими на возникновение потребности в инвестировании, являются прошлый опыт инвестора в получении прибыли и его ожидания возможных будущих доходов от инвестиций. При планировании инвестиций частный инвестор, с одной стороны, учитывает ожидаемую норму прибыли в совокупности с потенциальным риском для данного решения, а другой стороны, – стоимость финансовых ресурсов. Если ожидаемая норма прибыли превышает стоимость финансовых ресурсов, требуемых для покрытия элемента риска, то инвестору интересен данный проект [3, С. 151].

Инвестиционные решения носят субъективный характер. Решение инвестора зависит от ожидаемых затрат, уровня финансовой грамотности в целом и опыта инвестирования, применяемых индексах, коэффициентах, или техниках анализа, а также на восприятии риска, что является исключительно субъективными факторами. Проводя аналогию с бизнесом, институциональные инвесторы стремятся предсказать срок окупаемости инвестиционного проекта при принятии решения об инвестировании. При оценке инвестиций обязательно должны быть учтены следующие факторы: специфика проекта и информация, которой обладает инвестор при принятии решения [1].

Инвестиции – это распределение ресурсов на среднесрочную или долгосрочную перспективу, ожидаемый эффект от которого заключается в восстановлении инвестиционных затрат (базовой стоимости актива) и получении сверх

прибыли. На ожидаемые результаты от инвестиций влияют экономические, финансовые, политические, социальные условия, поэтому данный аспект является неопределенным. Один из основных факторов, влияющих на принятие решения, является фактор риска, который формируется благодаря тому, что в момент принятия решения об инвестировании информация о будущей стоимости активов, то есть о сохранении стоимости вложенных финансовых ресурсов и будущей прибыли, отсутствует.

Инвестиции, инвестиционные решения и поведение инвесторов можно изучать с двух точек зрения. Данные вопросы могут быть проанализированы с точки зрения эмпирического и теоретического подходов.

Исторические и институциональные факторы имеют важное значение для понимания инвестиционного поведения. Однако ряд экономистов высказывают опасение о том, что применяемые отдельно эмпирические и теоретические исследования дают неполное представление о сущности понятия инвестиционное решение [5, С. 131]. Чтобы понять поведение инвесторов необходимо изучить теоретическую составляющую этих процессов, но также необходимо проводить анализ данного поведения на практике. Результаты эмпирического анализа помогают лучше понять или скорректировать результаты теоретического исследования, ровно, как и выстраивание правильного и эффективного эмпирического анализа может быть сделано на основе теорий инвестиционного поведения. В качестве базовой экономической теории, Д. Йоргенсон, например, выдвигает неоклассическую теорию инвестирования и теории максимизации полезности, которая базируется на том, что экономические агенты могут оценивать вероятность ожидаемой доходности с целью ее максимизации. Неоклассическая инвестиционная модель предполагает, что долгосрочные капитальные активы всегда могут быть выгодно перепроданы на вторичном рынке, а значит, это делает инвестиционное решение безрисковым. Если, например, определенный актив не является прибыльным или интересным в текущих условиях, его можно перепродать, и реинвестировать финансовые ресурсы в более ликвидный капитал [6].

В неоклассических инвестиционных моделях принято рассматривать риск как нейтральный фактор, который рассчитывается исходя из стоимости капитала. Теория инвестиционного поведения [6] считает необходимым, чтобы накопление капитала основывалось на цели максимизации полезности того или иного потока потребления. Существует несколько альтернатив тому, что предприниматель или инвестор должен максимизировать в точки зрения функции полезности. Но ни одна из существующих

формулы не является универсальной и верной в теории принятия инвестиционных решений [7].

Риски, неопределенность и инвестиции

Риск – это комплексное и сложное понятие, важное и необходимое для принятия инвестиционных решений. Неопределенность и риск всегда присущи инвестициям, если они имеют более чем один возможный результат [8]. В экономической теории существует различие между риском и неопределенностью, и существует несколько подходов к определению общих и различных черт между этими двумя понятиями.

Определенность – это ситуация, при которой вся информация о будущем результате известна. В условиях в определенности принятия инвестиционного решения было бы простым. Однако в условиях неопределенности фактор риска входит в состав инвестиционного решения, а это означает, что доходность от инвестиции становится вероятностным распределением доходности [9].

Термин неопределенность означает, что само будущее определяется как неопределенное, но тем не менее, во многих случаях исход будущего события можно предсказать заранее. Это может произойти с более низкой или более высокой степенью вероятности, в зависимости от того, насколько хорошо информация, собранная из прошлого опыта, является способной спрогнозировать будущее вероятностное событие. На фактор неопределенности влияет качество и количество информации об определенной переменной в данный момент времени.

Риск может быть хорошо описан экономической теорией, при условии того, что некоторые факторы и переменные досконально известны. В европейских языках слово «риск» само по себе возникло раньше, чем термин «неопределенность» [10, С. 2]. Но в современной экономической литературе эти два термина неразрывно связаны: поскольку существует неопределенность в отношении будущего, существует и вероятность появления рисков. Определение риска с точки зрения экономической теории звучит следующим образом: риск – это изменчивость будущей инвестиционной доходности (потери или прибыли) [10, С. 90].

Согласно мнению А. Вирликса А. [7], можно выделить «реальную» теорию о вероятности событий и теорию вероятности «при отсутствии информации». «Реальная» теория о вероятности выражает неопределенность, которая относится к способности экономических агентов к самоопределению. Теория же «при отсутствии информации» определяет риск – как вероятность случайного шанса для человека. Последняя теория получила название теории ограниченной рациональности, которая предполагает поведение субъектов, подчиняющихся правилам, более

эффективным. Кейнсианская теория, например, утверждает, что будущее не может быть определено как измеримый риск. И значит, неопределенность экономических агентов возникает из-за того, что их ожидания основаны на ожиданиях других, поэтому индивидуальное поведение стремится быть похожим на среднестатистическое поведение [7].

Рассматривая ситуацию определенности, можно выделить совершенную определенность и несовершенную определенность. В последнем случае неполная информация – это субъективный риск, а полная информация – это объективный риск [12].

Согласно теоретическим воззрениям Дж. П. Чаваса [13], при изучении риска необходимо учитывать фактор времени. Он является фундаментальной характеристикой риска. Так, изучая некоторую информацию, не известную в настоящий момент времени, ее изучение в будущем может не потребоваться, так как эти данные уже будут известны, поэтому риск имеет временное измерение.

По мнению Б.Д. Тоит [14], риск – сложный и многопрофильный термин. Теория риска является междисциплинарной, включая такие науки, как экономика, психология, статистика, математика и т.д. Экхоудт и совт. [15] утверждают, что риск означает чувствительность к поступлению новой информации: она может быть положительная или отрицательная для принятия решений, а также полезна или нет, своевременна или нет в конкретный отрезок времени для конкретного инвестиционного решения. Хорошая информация помогает инвестору лучше оценить инвестиционный риск, и даже снизить этот риск. Но иногда эта информация может стоить очень дорого. Инвестор должен принять решение, какая именно информация ему нужна для принятия наилучшего из возможных решений.

На наш взгляд, если речь идет об инвестициях с высоким риском, совершенной информации не существует, или ее недостаточно, чтобы сделать инвестиции безрисковыми. Инвестор должен определить два аспекта относительно сбора информации: во-первых, как много усилий, времени и затрат он готов понести, чтобы получить дополнительную информацию, и во-вторых, следует сопоставить затраты на поиск дополнительной информации с ее ценностью для принятия решений. Важно понимать, что инвестор, принимающий решение, в определенный момент времени и при несовершенной информации, должен решить, следует ли действовать немедленно или подождать возможного поступления дополнительной полезной информации, которая подтвердит уровень риска [15]. При таком подходе, частному инвестору очень важно сохранять гибкость при принятии решений. Дополнительную полезность при этом будут иметь опци-

онные инвестиции, которые снижают степень риска, и при наступлении неблагоприятных событий или получении информации, дают возможность сохранения первоначальной стоимости инвестиций, при минимальных потерях на уплату премии за риск.

Нейроэкономический и поведенческий подход к инвестициям и инвестиционным решениям в условиях риска и неопределенности

Левенштейн и соавт. определяют, что разница в принятии решений в условиях риска и неопределенности заключается в том, что в первом случае имеется однозначная вероятность возникновения проблем, тогда как во втором случае эта величина просто не определена [16].

Согласно исследованию Левенштейна и соавт. [16], принятие решений в условиях риска и неопределенности является одним из сложнейших вопросов, обсуждаемых как психологами, так и экономистами и, следовательно, является активной междисциплинарной исследовательской темой. Данный вопрос был изучен с точки зрения конвенционализма, что означает, что люди принимают свои решения на основе оценки последствий возможных результатов альтернативного выбора. С этой точки зрения принятие решений с риском – это когнитивное действие. Но реакция человека на возникновение риска происходит на двух уровнях: на уровне когнитивной оценки и на уровне эмоциональной реакции. Эти два уровня реакции взаимосвязаны, но чаще всего определяются по-разному.

В процессе принятия решений люди сосредоточены на ожидаемых полезностях, а не на ожидаемых значениях. Например, в исследовании Гильбоа приводится в пример ситуация, при которой человек, просто максимизирующий ожидаемую стоимость в условиях неопределенности, не покупал бы страховку исходя из условия, что страховая премия выше ожидаемого убытка [17]. Но такие страховки преобладают, а значит данное поведение людей не объясняется максимизацией ожидаемого значения, но объясняется ожидаемой максимизацией полезности. Инвестор, избегающий риска, представлен вогнутой функцией полезности, означающую, что принимающий решение инвестор имеет снижающуюся предельную полезность. Противоположным поведением является риск-ориентированный инвестор, который имеет выпуклую функцию полезности, характеризующую возрастающую предельную полезность. Существует также смешанный тип инвестора, который просто ведет себя по-разному в разных ситуациях и обстоятельствах. Последний случай, называемый еще риск-нейтральным, применим, когда инвестор максимизирует ожидаемое значение и

ожидаемую полезность с помощью линейной функции.

Исследование Рика и Левенштейна показывает, что существует много поведенческих типов, которые не согласуются с моделью ожидаемой полезности. Например, несколько исследований показывают, что полезность определяется не только исходя из полученных результатов, но и исходя из сопоставления фактических результатов с ожидаемыми результатами после принятия решения [18].

Работа Левенштейна и соавт. [16] определяет так называемую теорию «Риск как гипотеза чувств». Данная гипотеза утверждает, что в процессе принятия решений люди реагируют на ситуации с высоким уровнем риска под влиянием эмоций. Традиционная экономическая теория утверждает, что принятие решений, связанных с рисками, основывается на когнитивной оценке, но поскольку результат связан с эмоциональными реакциями, чувства и уровень стресса оказывает существенное влияние в ходе принятия решений. При этом эмоциональная реакция на риск может отличаться от когнитивной оценки этих рисков. И хотя эмоциональная реакция может сыграть вспомогательную информационную роль при принятии решений, чаще всего она приводит к реакциям и поведению, отличающемуся от оптимального и наилучшего действия.

Существующая гипотеза соматического маркера – это нейробиологическая теория, объясняющая то, как принимаются решения в условиях неопределенности последствий. Теория утверждает, что при принятии решений в условиях неопределенности помогают эмоции, проявляющиеся в форме телесных состояний человека, возникающих в процессе обдумывания будущих благоприятных или неблагоприятных последствий того или иного варианта поведения. Ключевым фактором в гипотезе соматического маркера является то, что принятие решений в условиях риска и неопределенности преимущественно происходит под влиянием эмоциональной составляющей человека.

Заключение

Традиционные подходы экономической теории считают, что процесс принятия инвестиционных решений основывается на объективном и точном анализе возможных инвестиционных результатов и расчете их окупаемости, но современные подходы предлагают учитывать также и субъективную точку зрения и прогнозы инвестора. Существенным фактором для инвестиций является фактор риска. Риск также представляет собой важный элемент при принятии инвестиционного решения. Риск и неопределенность – очень близкие и взаимосвязанные термины, однако современные научные подходы выделяют ряд отличий, в частности, риск сам по

себе возникает из-за неопределенности исхода будущего события. Риски связаны с вероятностью экономических агентов к самоопределению, тогда как неопределенность – со случайной вероятностью того или иного события. Неопределенность возникает из-за ожиданий одних экономических агентов, которые основаны на ожиданиях других. Существует и точка зрения, согласно которой разница в принятии решений в условиях риска и неопределенности заключается в том, что в первом случае имеется однозначная вероятность возникновения какого-либо неблагоприятного события, тогда как во втором случае эта величина просто не определена.

Таким образом, риск и неопределенность являются не только объективными, но и субъективными факторами частных инвестиций, и включает в себя психологические и эмоциональные составляющие.

Современные нейроэкономические исследования доказывают, что психологические и эмоциональные реакции, возникающие в ситуациях с высоким риском и неопределенностью, могут оказывать информативную и полезную роль в процессе принятия решений. Однако чаще всего обуславливают реакции и поведение, отличающиеся от оптимального и наилучшего действия, выражающегося в когнитивной оценке рисков. Тем не менее, при инвестировании, важно анализировать инвестиционные риски не только с точки зрения объективной составляющей, но и с точки зрения поведенческой экономики.

На наш взгляд, существует необходимость дальнейшего исследования рисков и принятия инвестиционных решений с точки зрения поведенческой и субъективно-эмоциональной точки зрения. На текущий момент эмоциональная составляющая максимизации функции полезности инвестора представляет собой важный, но не изученный вопрос. На наш взгляд, субъективный и эмоциональный фактор восприятия риска может оказывать ключевое влияние на принятие инвестиционных решений.

Библиографический список:

1. Avram E. L. et al. Investment decision and its appraisal / E. L. Avram. et al. // DAAAM International, Vienna, Austria, EU. – 2009. – № 1 (20). – P. 1905-1906.
2. Чечин В. В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг : дис. ... канд. экономич. наук / В. В. Чечин. – Новосибирск., 2017. – 150 с.
3. Harcourt, G. C. et al. Economic Activity / G. C. Harcourt, et al. – Cambridge University Press, New York. – 1967. – 323 p.
4. Chavas, J. P. Risk analysis in theory and practice / J. P. Chavas. – Elsevier Academic Press, USA. – 2004. – 247 p.
5. Jorgenson D. W. The Theory of Investment Behavior / D. W. Jorgenson // National Bureau of Economic

Research, Vol. Determinants of Investment Behavior. – 1967. – P. 129-175.

6. Crotty J. R. Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment / J. R. Crotty // Journal of post Keynesian Economics. – 1992. – 14 (4). – P. 483-496.

7. Virlics A. Investment Decision Making and Risk / A. Virlics // Procedia Economics and Financ. – 2013. – № 6. – P. 169 – 177.

8. Belli P. et al. Handbook on Economic Analysis of Investment Operations / P. Belli et al. – Operational Core Services Network Learning and Leadership Center. – 1998. – 209 p.

9. Forbes S. Portfolio theory and how parent birds manage investment risk / S. Forbes // Oikos. – 2009. – № 10 (118). – P. 1561-1569.

10. Kast R., Lapiéd A. Economics and Finance of Risk and of the Future / R. Kast, A. Lapiéd. – John Wiley & Sons Ltd, England. – 2006. – 240 p.

11. Dangol R., Kos A. Knightian uncertainty and risk / R. Dangol, A. Kos // Journal of Strategy and Management. – 2014. – 7 (4). – P. 337-353.

12. Khalil E. Chaos theory versus Heisenberg's uncertainty and economic theory / E. Khalil // American Economist. – 1997. – № 41. – P. 27-40.

13. Chavas J. P. Risk analysis in theory and practice / J. P. Chavas. – Elsevier Academic Press, USA. – 2004. – 247 p.

14. Toit B. D. Risk, theory, reflection: Limitations of the stochastic model of uncertainty in financial risk analysis / B. D. Toit. – Risk WorX. – 2004. – 25 p.

15. Eeckhoudt L. et al. Economic and Financial Decisions under Risk / L. Eeckhoudt et al. – Princeton University Press, New Jersey, USA. – 2005. – 238 p.

16. Loewenstein G. et al. Risk as Feelings / G. Loewenstein. et al. // Psychological Bulletin. – 2001. – № 2 (127). – P. 267-286.

17. Gilboa I. Rational choice / I. Gilboa // The MIT Press Massachusetts Institute of Technology, USA. – 2010. – p. 35-48.

18. Rick S., Loewenstein G. The Role of Emotion in Economic Behavior / S., Rick, G. Loewenstein. – In M. Lewis, J. M. Haviland-Jones, & L. F. Barrett (Eds.), Handbook of emotions. – 2008. – p. 138-156.

19. Алексеев М.А., Чечин В.В. Периодизация методов принятия инвестиционных решений / М.А. Алексеев, В.В. Чечин // Вестник НГУЭУ. – 2017. – № 1. – С. 134-145.

20. Поляков В.М., Агуларов З.С. Неопределенность и риск инвестиционных проектов / В.М. Поляков, З.С. Агуларов // Микроэкономика. – 2019. – № 1. – С. 35-39.

21. Четыркина Н.Ю. Рыночная неопределенность: хозяйственный риск и асимметрия информации / Н.Ю. Четыркина // Альманах мировой науки. – 2019. – № 2 (28). – С. 130-132.