

**Ожидания и их роль в теориях
финансового рынка:
сравнительный анализ подходов**

Юрий Ичкитидзе, к.э.н.
Исследовательский центр «Рефлексивность ру»

2005 год

Основные теории финансового рынка

1. Теория эффективного финансового рынка

2. Теория поведенческих финансов (Канеман и Тверский)

3. Теория рефлексивности (Дж. Сорос)

Теория эффективного финансового рынка

Основывается на гипотезе рациональных ожиданий

Предполагает, что:

- 1) ожидания (прогнозы) инвесторов адекватны будущим процессам
- 2) в качестве платы за неопределенность инвесторы требуют рисковую премию, описываемую функцией ожидаемой полезности богатства

В результате:

Доходность финансовых инструментов распределена нормально и не имеет автокорреляции (Random Walk)

Теория поведенческих финансов

Опирается на:

1) достижения бихевиористической психологии (Канеман и Тверский), которые объясняют почему некоторые субъекты ведут себя не рационально

2) объяснения, почему иррациональность может иметь существенное и долгосрочное воздействие на рыночные цены (называемые в литературе «limits of arbitrage»)

В результате:

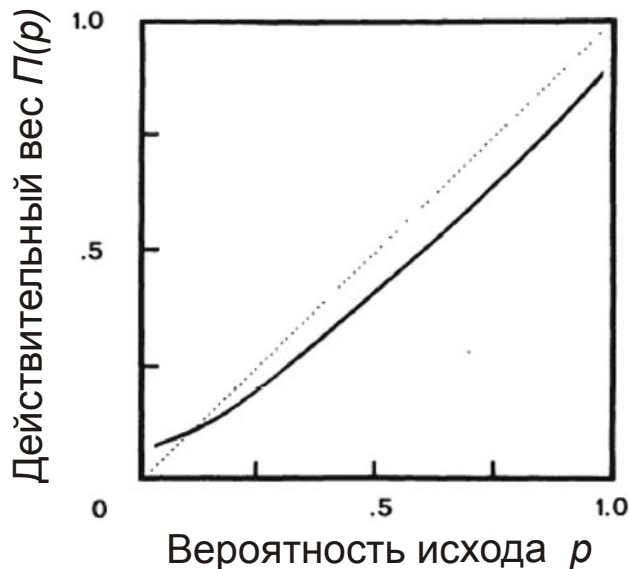
Принятие решений в условиях риска описывает Теория Перспектив (Prospect Theory), а наличие шумовых агентов (noise traders) приводит к тому, что рыночные цены могут на длительное время отклоняться от своих справедливых значений, т.е. на финансовом рынке всегда есть возможность арбитража

Теория поведенческих финансов

В соответствии с Теорией Перспектив (Prospect Theory) инвестор выбирает альтернативу с наибольшим значением ценности перспективы V

$$V(x, p; y, q) = \Pi(p) \cdot v(x) + \Pi(q) \cdot v(y)$$

Гипотетическое значение функции
действительного веса $\Pi(p)$



Гипотетическое значение
ценности исхода $v(x)$



Теория поведенческих финансов

Проблема 1:

В добавок, к тому что вы имеете, вам дали 1000\$. Теперь вам предлагают сделать выбор между перспективами А и Б:

А) 1000\$, с вероятностью 0.5

Б) 500\$

Проблема 2:

В добавок, к тому что вы имеете, вам дали 2000\$. Теперь вам предлагают сделать выбор между перспективами А и Б:

А) -1000\$, с вероятностью 0.5

Б) -500\$

Как показали Канеман и Тверский, в первой проблеме подавляющее большинство респондентов выбирают перспективу Б, но во второй проблеме – перспективу А.

Теория рефлексивности

Пионерская работа – Дж. Сорос «Алхимия финансов» [1987]

В 2006 году будет опубликована серия статей Ичкитидзе Ю.Р. конкретизирующих концепцию рефлексивности

Предполагает, что:

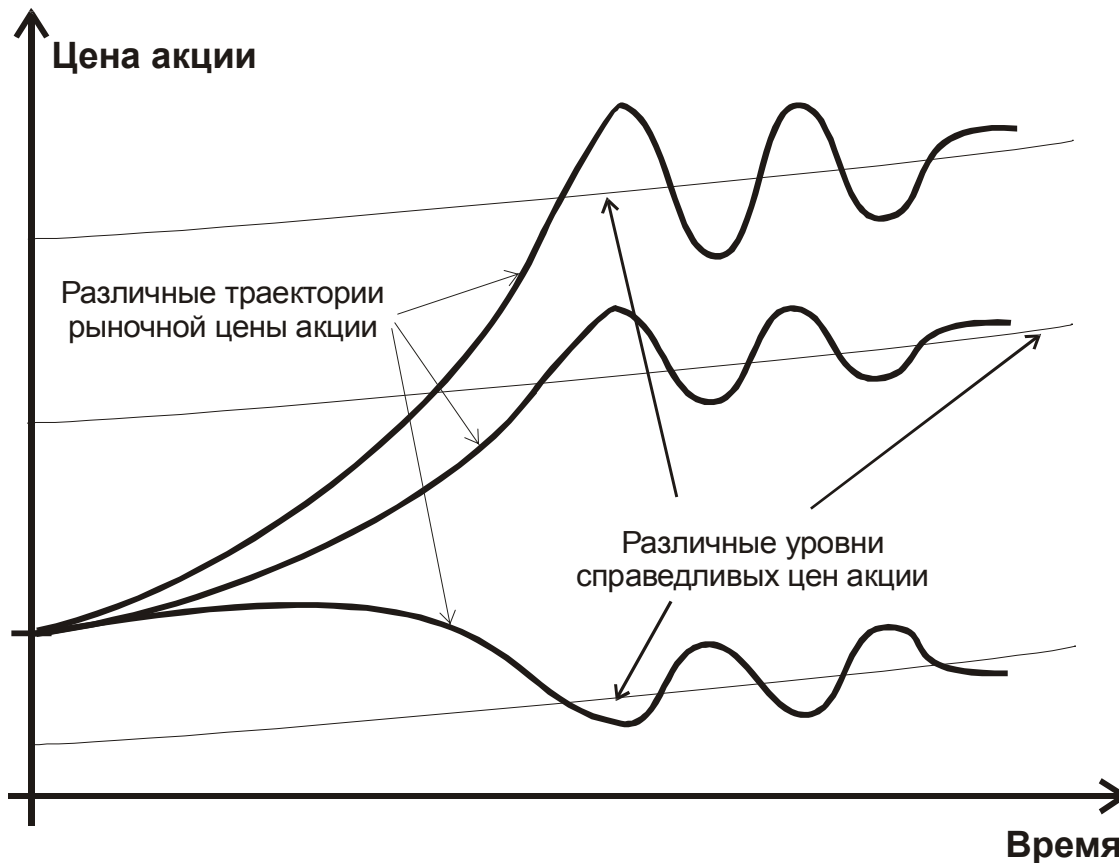
- 1) Инвесторы принимают решение в условиях **ЭКСПЕРИМЕНТА**
- 2) Особенностью **ЭКСПЕРИМЕНТА** является тот факт, что будущие вероятности и исходы неопределенности зависят от поведения участника финансового рынка (инвестора)

В результате:

В условиях **ЭКСПЕРИМЕНТА** существует бесконечное множество возможных в будущем исходов. Любые ожидания результатов **ЭКСПЕРИМЕНТА** могут быть опровергнуты. Результат – возникновение трендового движения рыночной цены финансового инструмента в следствие опровержения ожиданий.

Теория рефлексивности

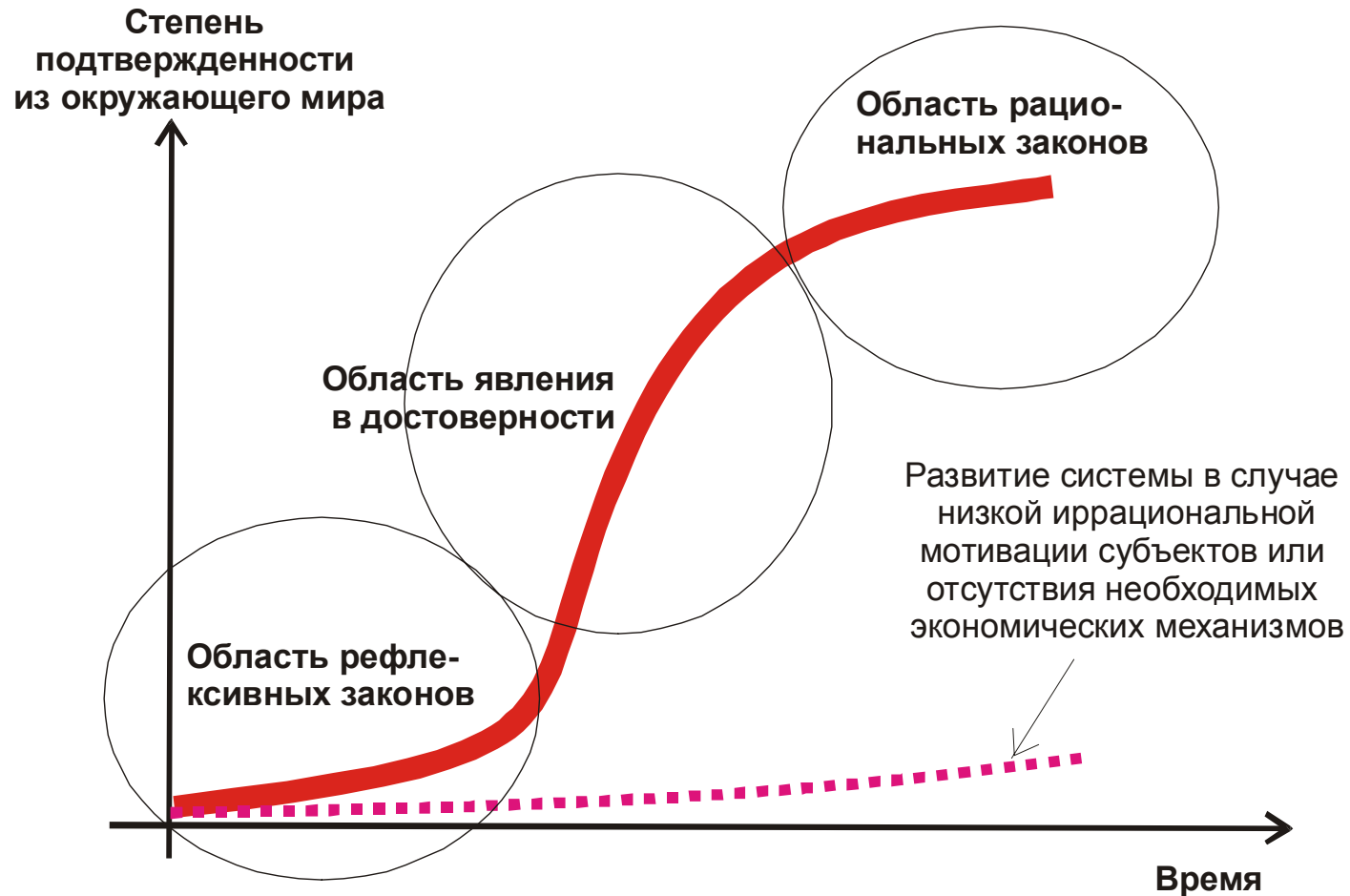
Множество траекторий равновесия рыночной и справедливых цен акций в условиях ЭКСПЕРИМЕНТА



В результате ЭКСПЕРИМЕНТА возможно равновесие на любой из указанных траекторий. До начала эксперимента не возможно узнать, на какой именно.

Теория рефлексивности

Общие принципы поведения системы в условиях ЭКСПЕРИМЕНТА



Приглашаю к сотрудничеству

www.reflexivity.ru

Инжекон, кафедра Исследования Операций в Экономике

Юрий Ичкитидзе, к.э.н.
ichkitidze@reflexivity.ru