

УЧЕБНЫЕ ПРОГРАММЫ

Д. М. Репин

Поведенческие финансы

Программа учебной дисциплины для направления 080100.68 — «Экономика» подготовки магистра



РЕПИН Дмитрий Владимирович – Ph.D., профессор кафедры экономики и финансов фирмы, руководитель Бизнес-инкубатора ГУ ВШЭ (Москва, Россия).

Email: drepin@mit.edu

І. Пояснительная записка

Требования к студентам:

Дисциплина «Поведенческие финансы» изучается на первом курсе магистратуры факультета экономики и опирается на знания, полученные студентами в процессе изучения курсов «Микроэкономика-2», «Корпоративные финансы», «Теория денег и кредита».

Аннотация:

Данная дисциплина требует специальной подготовки обучающихся. Она сфокусирована на поведенческих факторах, влияющих на функционирование финансовых рынков и компаний. В рамках курса студенты изучают взаимосвязь между закономерностями поведения человека и аспектами финансового и инвестиционного менеджмента, а также корпоративного и риск менеджмента. Материал курса в значительной степени содержит эмпирические данные о поведении финансовых рынков и корпоративном управлении, а также знакомит слушателей с современной западной фундаментальной и периодической финансовой литературой. На конкретных примерах разбираются ограниченные возможности классических финансово-экономических моделей при объяснении эмпирических явлений, а также альтернативные модели, учитывающие «поведенческие» факторы.

При изучении данной дисциплины предусматриваются:

- лекционные занятия с элементами семинара в соответствии с приведенной ниже сеткой часов;
- самостоятельная работа студентов с необходимой литературой и источниками Интернет;
- реферат;
- письменный экзамен.

Учебные задачи дисциплины:

Студенты должны сформировать навыки, позволяющие им учитывать поведенческие факторы в различных аспектах анализа рынков и работы компаний, а также научиться отслеживать механизмы формирования этих факторов в поведении человека.

В результате изучения дисциплины студент должен обладать следующими навыками:

- уметь идентифицировать различные поведенческие факторы, систематически влияющие на финансовые рынки и компании;
- уметь выявлять свойства и характеристики эмпирических данных, указывающих на наличие и влияние поведенческих факторов;
- уметь использовать самостоятельно, а также консультировать менеджмент по вопросам учета и влияния поведенческих факторов в управлении компании;
- уметь обращаться к литературе по финансам, психологии и смежным дисциплинам для выявления возможных механизмов формирования наблюдаемого поведения.

Формы контроля:

Оценка знаний студентов проводится в балльной форме. Итоговая оценка строится как средневзвешенная величина в пределах 100 баллов. Удельные веса оценок:

- оценка за работу на лекциях/семинарах — X%;
- оценка за реферат — Y%;
- оценка за письменный экзамен — Z%

Каждый студент самостоятельно определяет соотношение между X, Y и Z, в соответствии с которым ему (ей) будет выставляться оценка, в течение первой недели курса. $X+Y+Z=100\%$.

Зачет — 40 и более баллов.

Критерии дифференцированной зачетной оценки:

от 80 до 100 — отлично (8, 9, 10 по десятибалльной шкале)

от 60 до 79 — хорошо (6, 7 по десятибалльной шкале)

от 40 до 59 — удовлетворительно (4, 5 по десятибалльной шкале)

39 и менее — неудовлетворительно (3, 2, 1 по десятибалльной шкале)

II. Тематический план учебной дисциплины

№	Название темы	Всего часов	Аудиторные часы		Самостоятельная работа
			Лекции	Семинары	
1	Восприятие и интерпретация информации человеком	4	4		—
2	Предпочтения человека, рациональность и эффективность рынка	5	3	2	—
3	Предсказание и реализация предпочтений в будущем	2	2		—
4	Пределы арбитража. Модели рынка с учетом поведенческих факторов	7	3	2	2
5	Внешние факторы и поведение инвесторов	6	2	2	4
6	Аспекты управления финансами компании и поведенческие факторы	18	6	4	4
7	Роль человеческого фактора в корпоративной политике управления рисками	6	2	2	4
8	Последние тенденции в поведенческих финансах	4	2		2
	Итого	54	24	12	18

III. Содержание программы

Тема 1. Восприятие и интерпретация информации человеком

Восприятие когнитивной информации как частный случай восприятия информации человеческим мозгом. Восприятие численной информации. «Субъективная» оценка вероятности. Эффект Монте-Карло (hot hand). Эффект репрезентативности. Эффект якоря. Эффект асимметричного восприятия прибылей и потерь. Примеры влияния различных эффектов на процесс корпоративного принятия решения. Введение в традиционную теорию принятия решений.

Основная литература:

1. *Plous, Scott* (1993). *The Psychology of Judgment and Decision Making*. Ch. 10–15.

Дополнительная литература:

1. *Рудык Н.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. Гл. 5.

Тема 2. Предпочтения человека, рациональность и эффективность рынка

Принятие решений в условиях риска и неопределенности. Риск как вероятность исхода. Ожидаемая полезность — критерий принятия решения. Исторический очерк о теориях принятия решений, основанных на понятии ожидаемой полезности. Парадоксы Алле, Элсберга.

Рациональность и иррациональность. Различная интерпретация понятия «рациональность» с точки зрения экономико-математических моделей и эволюционного подхода. Почему человек не всегда ведет себя как рациональный экономический агент. Примеры из экспериментальной экономики: ultimatum game, public goods game. Экспериментальная экономика, культура и уровень экономического развития: результаты экспериментов в изолированных примитивных обществах. Герберт Саймон и ограниченная рациональность.

Связь между рациональностью инвесторов и эффективностью финансовых рынков. Некоторые аргументы и эмпирические данные, ставящие под сомнение гипотезу об эффективности рынка. Влияние реального поведения инвесторов. Контраргументы Ю. Фамы в поддержку гипотезы об эффективности рынка.

Основная литература:

1. *Shleifer, Andrei* (2000). *Are Financial Markets Efficient?* Oxford University Press. Ch. 1 in *Inefficient Markets*.

Дополнительная литература:

1. *Plous, Scott* (1993). *The Psychology of Judgment and Decision Making*. Ch. 7–9.
2. *Рудык Н.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. Гл. 2.
3. *Fama, Eugene* (1998). *Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance* // *Journal of Financial Economics*. № 49. 282–306.

Тема 3. Предсказание и реализация предпочтений в будущем

Почему экспоненциальное дисконтирование не описывает наблюдаемое экономическое поведение человека. Различие факторов дисконтирования для малого и большого временных

горизонтов. Экспериментальное измерение фактора дисконтирования. Гиперболическое дисконтирование. Учет фактора дисконтирования при построении контрактов, оценки тенденций накопления средств и формирования резервов, а также моделирования потребительского кредитования.

Основная литература:

1. *Frederick, Shane, Loewenstein, George, and O'Donoghue, Ted* (2002). Time Discounting and Time Preference: A Critical Review // *Journal of Economic Literature*. № 40. 351–401.

Дополнительная литература:

1. *DellaVigna, Stefano and Malmendier, Ulrike* (2003). Contract Design and Self-Control: Theory and Evidence, forthcoming // *Quarterly Journal of Economics*.

Тема 4. Пределы арбитража. Модели рынка с учетом поведенческих факторов

Фундаментальная информация и поведение рынка: эмпирические данные о статистике распределения изменений цен, излишней волатильности, предсказуемости доходности ценных бумаг. Достаточно ли фундаментальной информации для объяснения наблюдаемых закономерностей поведения рынка.

Концепция ограниченных возможностей применения арбитража на финансовых рынках. Модели Шлайфера и Вишны. Case study: Long Term Capital Management.

Обзор моделей «noise trader risk», «investor sentiment». Обзор возможных параметров для построения модели и анализ критериев оценки того, насколько хорошо модель объясняет поведение рынка.

Основная литература:

1. *Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W.* (1997). The Limits of Arbitrage // *Journal of Finance*. № 52. 35–55.

Дополнительная литература:

1. *Loewenstein, George* (2002). When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management.
2. *Baker, M. and Savasoglu, S.* (2002). Limited Arbitrage in Mergers and Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. № 64. 91–115.

Тема 5. Внешние факторы и поведение инвесторов

Эмоциональное содержание новостей и их корреляция с динамикой рынка. Социальные настроения в обществе и поведение рынка: эмпирические данные об изменениях социальных тенденций в музыке, одежде, демографические колебания. Природные и погодные факторы, влияющие на эмоциональное состояние инвесторов: солнечная активность, облачность, геомагнитные колебания. Статистические методы оценки влияния внешних факторов. Возможные интерпретации воздействия внешних факторов: misattribution.

Основная литература:

1. *Krivelyova, Anna and Robotti, Cezare* (2003). Playing the field: Geomagnetic Storms and International Stock Markets / Working paper 2003-5a, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Дополнительная литература:

1. *Hirshleifer, D., and T. Shumway* (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather // *Journal of Finance*. Forthcoming.
2. *Kamstra, Mark, Kramer, Lisa, and Levi, Maurice* (2002). Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle / Working paper 2002-13, Federal Reserve Bank of Atlanta.
3. *Prechter, Robert* (2003). Social Causality Chapter in *Pioneering Studies in Socionomics*.

Тема 6. Аспекты управления финансами компании и поведенческие факторы

Управление портфелем активов: систематическое недополучение дохода активными методами управления портфелем. Фундаментальная информация и технический анализ. Технический анализ и поведенческие закономерности: две стороны одной медали?

Динамика финансового рынка и структура капитала компании: влияние поведенческих факторов на выбор методов финансирования.

Дивидендная политика и стоимость акций: эмпирические данные. Как инвесторы воспринимают наличие или отсутствие дивидендных выплат компании в зависимости от преобладающей динамики рынка.

Наблюдаемые закономерности объявления финансовых результатов. Почему плохие новости лучше объявлять в пятницу. Взаимосвязь реакции инвесторов на объявленные результаты в зависимости от их соответствия прогнозу аналитиков.

Методы исследования влияния дискретных событий на формирование цены акций компании.

Слияния и поглощения: проклятье победителя (R. Thaler's Winner's Curse).

Вывод компании на публичный рынок: систематическое занижение цены и роль инвестиционного банка.

Систематическое проявление излишнего оптимизма менеджерами.

Название компании и стоимость акций на примере анализа наличия приставки “.com” в названии компании.

Основная литература:

1. *Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey* (2002). Market Timing and Capital Structure // *Journal of Finance*. № 57. 1–32.
2. *Shefrin, Hersch* (2000). Biased Reaction to Earnings Announcements. Ch. 8 in *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press.
3. *Heaton, J. B.* (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance // *Financial Management*. № 31. 33–45.

Дополнительная литература:

1. *Shefrin, Hersch* (2000). *Beyond Greed and Fear*, Harvard Business School Press.
2. *Stein, Jeremy* (1996). Rational Capital Budgeting in an Irrational World // *Journal of Business*. № 69. 429–455.

3. *Gervais, S., Heaton, J. B., Odean, T.* (2002). The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy / Working paper.
4. *Rau P. R., Patel, A., Osobov, I., Khorana, A., Cooper, M. J.* (2001). The Game of the Name: Value Changes Accompanying Dot.com Additions and Deletions.
5. *Рудык Н.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. Гл. 4.

Тема 7. Роль человеческого фактора в корпоративной политике управления рисками

Систематическое проявление излишней уверенности. Эмоциональное состояние и отношение к риску. Влияние больших успехов и больших неудач на поведение сотрудников. Case study: Barings.

Эффект потраченных средств (sunk costs), эффект чужих денег (house money).

Операционный риск. Риск, связанный с возможным изменением законодательства. Интеграция различных видов риска в управление компанией. Роль риск-менеджера.

Хеджирование с помощью опционов и фьючерсов: отражение поведенческих факторов в стоимости производных финансовых инструментов.

Основная литература:

1. *Loewenstein, George F., E. Weber, C. Hsee, and N. Welch* (2001). Risk as Feelings // *Psychological Bulletin*. № 127. 267–286.

Дополнительная литература:

1. *Zuckerman, M., & Kuhlman, D. M.* (2000). Personality and Risk-taking: Common Biosocial Factors // *Journal of Personality*. № 68. 999–1029.
2. *Lo, Andrew.* (1999). The Three P's of Total Risk Management // *Financial Analysts Journal*. № 55. 87–129.
3. *Loewenstein, George* (2002). When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management.
4. *Burnham, Terry and Jay Phelan* (2000). Mean Genes. Главы "Risk", "Greed".

Тема 8. Последние тенденции в поведенческих финансах

Методы изучения процессов принятия решений. Различие между экспериментальной экономикой и реальным бизнесом: как меняется мотивация, когда рискуют реальными деньгами. Определение роли эмоций в процессе принятия решений. Антонио Дамазио и гипотеза соматических маркеров. Природа интуиции, можно ли ее измерить количественно. Можно ли натренировать интуицию? Отношение к риску. Связь между психологией личности и тенденцией «рискованного» поведения. Соотношение между тенденциями «рискованного» поведения в сфере финансового менеджмента и различных областях жизнедеятельности.

Нейрофизиология принятия решений. Тенденции «рискованного» поведения и уровень тестостерона, MAO и других гормонов и нейротрансмиттеров.

Введение в нейроэкономику.

Психологические механизмы поведения человека (ultimate, proximate).

Основная литература:

1. *Gigerenzer, Gerd.* (2001). The Adaptive Toolbox, in Bounded Rationality: The Adaptive Toolbox. MIT Press.

Дополнительная литература:

1. *Burnham, Terry* (2003). Caveman Economics: Proximate and Ultimate Causes for Non-Materially Maximizing Behavior / Manuscript.
2. *Glimcher, Paul* (2003). Decisions, Uncertainty, and the Brain: The Science of Neuroeconomics. Ch. 9, 11.
3. *Damasio, A. R.* (1994). Descartes' Error: Emotion, Reason and the Human Brain. Avon Books. New York.
4. *Lo, Andrew. & Repin, Dmitry.* (2002). The Psychophysiology of Real-time Risk Processing // Journal of Cognitive Neuroscience. № 14. 1–17.

IV. Учебно – методическое обеспечение дисциплины:**1. Литература и источники Интернет:***Основная:*

1. *Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey* (2002). Market Timing and Capital Structure. — Journal of Finance, 57, 1–32.
2. *Frederick, Shane, Loewenstein, George, and O'Donoghue, Ted* (2002). Time Discounting and Time Preference: A Critical Review // Journal of Economic Literature. № 40. 351–401.
3. *Gigerenzer, Gerd* (2001). The Adaptive Toolbox, in Bounded Rationality: The Adaptive Toolbox. — MIT Press.
4. *Heaton, J. B.* (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. — Financial Management, 31, 33–45.
5. *Krivelyova, Anna and Robotti, Cezare* (2003). Playing the field: Geomagnetic storms and international stock markets. — Working paper 2003-5a, Federal Reserve Bank of Atlanta.
6. *Loewenstein, George. F., E. Weber, C. Hsee, and N. Welch.* (2001). Risk as Feelings. — Psychological Bulletin, 127, 267–286.
7. *Plous, Scott* (1993) From The Psychology of Judgment and Decision Making. Ch. 10–15.
8. *Shefrin, Hersh.* (2000). Biased Reaction to Earnings Announcements, Chapter 8 in Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing. — Harvard Business School Press.
9. *Shleifer, Andrei* (2000). Are Financial Markets Efficient? Ch. 1 in Inefficient Markets. Oxford University Press.
10. *Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W.* (1997). The Limits of Arbitrage. — Journal of Finance, 52, 35–55.
11. *Рудык Н.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. Гл. 2, 4, 5, 9.

Дополнительная:

1. *Baker, M. and Savasoglu, S.* (2002) Limited arbitrage in mergers and acquisitions. — *Journal of Financial Economics*, 64, 91–115.
2. *Burnham, Terry* (2003). *Caveman Economics: Proximate and Ultimate Causes for Non-Materially Maximizing Behavior*, Manuscript.
3. *Burnham, Terry and Jay Phelan* (2000). *Mean Genes*. Главы “Risk”, “Greed”.
4. *Damasio, A.R.* (1994). *Descartes' Error: emotion, reason and the human brain*. — Avon Books, New York.
5. *DellaVigna, Stefano and Malmendier, Ulrike* (2003). *Contract Design and Self-Control: Theory and Evidence*, forthcoming in *Quarterly Journal of Economics*.
6. *Elster, J.* (1998). Emotions and economic theory. — *Journal of Economic Literature*, 36, 47–74.
7. *Fama, Eugene* (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. — *Journal of Financial Economics*, 49, 282–306.
8. *Gervais, S, Heaton, J. B., Odean, T.* (2002). *The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy*, Working paper.
9. *Glimcher, Paul* (2003). *Decisions, Uncertainty, and the Brain*. — *The Science of Neuroeconomics*. Chapters 9, 11.
10. *Hersh Shefrin and Meir Statman* (1985). *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Practice*. — *Journal of Finance*, 40, 777–790.
11. *Hirshleifer, D., and T. Shumway* (2003). “Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather”. — *Journal of Finance*, Forthcoming.
12. *Kamstra, Mark, Kramer, Lisa, and Levi, Maurice* (2002). *Winter blues: A SAD stock market cycle*. Working paper 2002–13, Federal Reserve Bank of Atlanta.
13. *Lo, Andrew* (1999). The three P’s of total risk management. — *Financial Analysts Journal*, 55, 87–129.
14. *Lo, Andrew. & Repin, Dmitry* (2002). *The psychophysiology of real-time risk processing*. — *Cognitive Neuroscience*, 14, 1–17.
15. *Loewenstein, George* (2002). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*.
16. *Prechter, Robert.* (2003). *Social Causality*, chapter in *Pioneering Studies in Socionomics*.
17. *Rabin, M.* (1998). *Economics and Psychology*. — *Journal of Economic Literature*, 36, 11–46.
18. *Shefrin, Hersh* (2000). *Beyond Greed and Fear*, Harvard Business School Press.
19. *Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler* (1995). *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*. — *The Quarterly Journal of Economics*, 73–92.
20. *Stein, Jeremy* (1996). *Rational Capital Budgeting in an Irrational World*. — *Journal of Business*, 69, 429–55.
21. *Tversky, Amos and Daniel Kahneman* (1974). *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, 185, 1124–31.

22. *Zuckerman, M., & Kuhlman, D.M.* (2000). Personality and risk-taking: Common biosocial factors. — *Journal of Personality*, 68, 999–1029.
23. *Бернштейн, Питер Л.* Против богов: Удивительная история риска. М., Финансы и статистика, 1996.
24. *Маккей Ч.* Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы. М.: Альпина Бизнес Букс, 2003.

V. Примерные вопросы для оценки качества освоения дисциплины

1. Каковы основные особенности восприятия когнитивной информации человеком?
2. Что такое субъективная вероятность?
3. Почему эффекты якоря и репрезентативности сохраняются в определенной степени, даже если человек знает о своей подверженности влиянию этих эффектов?
4. Чем отличается риск от неопределенности в теории принятия решений?
5. Приведите примеры, когда теория ожидаемой полезности не объясняет экономическое поведение человека.
6. Каким образом результаты экспериментальной экономики (ultimatum game, public goods game) противоречат экономически рациональному поведению человека?
7. Что такое ограниченная рациональность?
8. Каковы основные идеализированные механизмы эффективных рынков, которые корректируют отклонения цен от гипотетического истинного значения?
9. Как нерациональные предпочтения инвесторов могут влиять на рыночные цены?
10. Покажите на примерах, в каких случаях экспоненциальное дисконтирование не соответствует наблюдаемому поведению человека.
11. Как различаются экспериментально определенные факторы дисконтирования для разных временных горизонтов?
12. Как можно учесть неэкспоненциальное дисконтирование при составлении контракта?
13. Приведите основные эмпирические результаты, ставящие под сомнение гипотезу эффективного рынка.
14. Какие факторы влияют на ограниченность возможностей арбитража?
15. Какие факторы сыграли основную роль в случае провала фонда Long Term Capital Management?
16. Приведите основные предпосылки модели ограниченного арбитража Шлайфера и Вишны.
17. Эмоциональное содержание новостей и их корреляция с динамикой рынка.
18. Охарактеризуйте природные и погодные факторы, влияющие на эмоциональное состояние инвесторов.
19. Что такое misattribution?
20. Каковы эмпирические сведения, связывающие положение на финансовом рынке и структуру капитала компании?

21. Какие проблемы типично преследуют поглощаемую компанию в большинстве случаев слияний и поглощений?
22. Как связана дивидендная политика и наблюдаемая стоимость акций компании?
23. Как связаны прогнозы аналитиков и объявление финансовых результатов с наблюдаемой стоимостью акций компании?
24. К чему приводит систематическое проявление излишнего оптимизма менеджерами?
25. Какие эмпирические данные показывают систематическое проявление излишней уверенности?
26. Как эмоциональное состояние влияет на отношение к риску?
27. Как большие успехи и большие неудачи влияют на отношение к риску?
28. Охарактеризуйте эффект потраченных средств и эффект чужих денег.