

Д-р Божидар Недев\*

## ИСТОРИЧЕСКИ КОРЕНИ НА ПОВЕДЕНЧЕСКАТА ФИНАНСОВА МИСЪЛ

Проследено е възникването на първите косвени идеи в областта на поведенческите финанси от историческа гледна точка при еволюцията на икономическите теории. Представено е първото документирано проявление на нерационално поведение на пазарно равнище от XVII век. Систематизирани са основите на теорията на решенията на Даниел Бернули от XVIII век по отношение на въплъщаването на поведенчески аспекти и препратки към съвременната теория на перспективите. Изследвана е епохата на класицизма и на ранния неокласицизъм, когато в трудовете на икономисти като Херман Хайнрих Госен, Адам Смит, Джереми Бентъм, Джейвънс, Валрас и Еджуърт се прокрадва идеята, че при стопански решения влияния оказват и емоционалните подбуди. Разгледана е и епохата на неокласицизма, когато представителите на маржинализма ограничават представата за сложността на човешката природа. Накратко са представени някои от съвременните аспекти на науката за поведенческите финанси.<sup>1</sup>

JEL: B10; B11; B12; B13; G40; G41

*Ключови думи:* поведенчески финанси; нерационално поведение; икономически теории; психология; полезност

Поведенческите финанси представляват сравнително ново и бързо развиващо се направление във финансите, което цели да обясни вземаните от субектите стопански решения (както индивидуално, така и колективно), като обединява традиционните икономически теории с тези от когнитивната психология

---

\* СУ „Св. Климент Охридски“, Стопански факултет, катедра „Финанси и счетоводство“, bozhidar.nedev@feb.uni-sofia.bg

<sup>1</sup> Bozhidar Nedev. HISTORICAL ROOTS OF BEHAVIOURAL FINANCIAL THOUGHT. *Summary:* The rise of the first implicit ideas in the field of behavioural finance is examined from a historical point of view, taking into consideration the evolution of economic theories. The first documented manifestation of irrational behaviour on a market level, which took place during the 17th century, is presented. The foundations of Daniel Bernoulli's Decision theory from the 18th century are systemized in regard to the implementation of behavioural aspects and the reference to the contemporary Prospect theory. The classical and early neoclassical schools of economic thought, where the idea that economic decisions are also being influenced by emotional stimulus can be found in the works of economists like Hermann Heinrich Gossen, Adam Smith, Jeremy Bentham, William Stanley Jevons, Léon Walras and Edgeworth, are examined. The neoclassical school of economics, where the representatives of marginalism limit the idea of the complexity of human nature, is also analysed. In conclusion, a short description of some of the contemporary aspects of the science of behavioural finance is made. *Keywords:* behavioural finance; irrational behavior; economic theories; psychology; utility.

(Baker & Nofsinger, 2010, p. 3). Два съществени краха на финансовите пазари в близкото минало – спукването на *технологичния балон* (The Dotcom Crash) през март 2000 г. и Голямата рецесия от 2008 г., превръщат поведенческите финанси в тема, предизвикваща доверие и особено внимание от страна на инвеститори и финансови анализатори (Pompián, 2012a, p. 3). Най-общо основните фактори, предопределили срива на американския ипотечен пазар към края на 2006 г. и избухването на Голямата рецесия, са слабата регулативна база при отпускане на кредити, високо надценените кредитни рейтинги, поемането на неоправдано големи рискове от страна на банкерите и липсата на достатъчна прозрачност<sup>1</sup> (Zlatinov, 2018).

Традиционните финанси са съставен елемент от стандартната неокласическа икономическа теория, като се основават на множество опростяващи действителността предположения. По този начин традиционните финанси имат нормативен характер, тъй като описват какво трябва да бъде поведението на стопанските субекти чрез задаване на правила. За разлика от това поведенческите финанси представляват позитивна икономическа теория, изучаваща същинското поведение на инвеститорите на финансовите пазари (Pompián, 2012a, p. 12). Те намират приложение там, където традиционната икономическа рамка се проваля и не съумява да обясни действителните процеси и явления, свързани с функционирането на борсовите пазари и индивидуалното поведение на инвеститорите. Целта на това ново направление във финансовата наука е не толкова отхвърлянето на конвенционалната теория, а по-скоро нейното допълване и разширяване. Така поведенческите финанси съумяват да намерят обяснение на някои от финансовите явления чрез модели, в които субектите не действат напълно рационално или не следват предписанията на теорията за очакваната полезност, тъй като са подвластни на емоционални и когнитивни деформации в своето поведение (вж. Седларски & Димитрова, 2014, с. 197). Други модели се основават на аномалии, засечени на борсовите пазари, които противоречат на хипотезата за ефикасните пазари (Pompián, 2012b, p. 14). Все пак според Канеман (2012, p. 371) е нормално и необходимо в уводните книги по икономика да се разглежда концепцията за рационалността и *икономите* (econs), за да се обяснят иначе сложните икономически зависимости. Освен това рационалността не пречи при изготвяне на икономически прогнози с висока точност.

Тук са изследвани историческите корени на поведенческите финанси като сравнително ново направление в икономическата наука и е извършен опит за

<sup>1</sup> За допълнителна дискусия относно причините за възникването на Голямата рецесия вж. Златинов (2012), където авторът разгръща идеята, че кризата произтича не толкова от действията на финансистите и банкери, а по-скоро от натрупаните световни макроикономически дисбаланси през последните двадесет години. Според него икономическите дисбаланси са резултат от четири фактора: кредитната спирала на доверието, ценовата, ликвидната и стерилизационната спирала. Саморегулиращата се икономическа система и убедеността в нейната безалтернативност също оказват важна роля за възникването на кризата.

систематизация на възникването на поведенческата финансова мисъл. Периодът на анализа обхваща широк спектър, водещ своето начало още отпреди 400 години като проявление на поведенческа деформация, преминаващ през класическата икономика и първите изследвания за човешките действия и реакции в процеса на вземане на решения и достигащ до близкото минало, когато официално се полагат основите на науката за поведенческите финанси.

### Исторически корени

Терминът „поведенчески финанси“ се споменава за първи път от Boulding и Johnson през 1958 г., а първите косвени идеи в тази област се зараждат още през 1759 г. в труда на Адам Смит „Теория на моралните чувства“, където авторът описва умствените и емоционалните основи на стопанските взаимодействия между субектите (вж. Widger & Crosby, 2014, p. 50). Един от най-известните примери в историята, свързани с проявления на нерационално поведение от страна на инвеститорите, се наблюдава още през XVII век по времето на меркантилизма.

#### *Нерационално поведение*

Нерационалното поведение, присъщо за хората, се проявява още с появата на пазарите. Най-ранното документирано свидетелство за това е творбата на Charles Mackay от 1841 г. „Невероятните заблуди и безумства на човечеството“ („Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds“). Авторът разглежда три случая на нерационално поведение, сред които *балонът на холандското лале* (Dutch Tulip bubble) от 30-те години на XVII век (Sorug, 2015, p. 1). За широкия кръг икономисти понятието „балон“ на пазарите на ценни книжа се възприема като проявление на масова нерационалност от страна на инвеститорите. Това нелогично поведение води до повишаване на цените на търгуваните активи, на пазарите започва да се развива търговия, основана на вътрешна информация, но държавните органи провеждат неадекватна икономическа политика. Така в крайна сметка се стига до борсов срив (Carruthers, 2001).

Все пак в научната литература се съдържат и мнения на икономисти като Peter Graber, които се опитват да докажат, че повишението на цените на борсово търгуваните активи се дължи на рационални причини – изменение на икономическите фундаментални стойности, представляващи сумарна величина на променливите, за които се смята, че стоят в основата на цените на финансовите инструменти (Carruthers, 2001). Според Carruthers (2001, p. 230) аргументацията на Graber не е изцяло убедителна, но въпреки това може да бъде квалифицирана като важен принос към историята на финансовите кризи.

Graber твърди, че понятието „балон“ е до голяма степен неясно и че то не съдържа солидна обяснителна основа за настъпилите събития въпреки нейната безспорна важност. Според него позоваването на наличието на балон

при възникването на борсови кризи може да бъде направено едва след като всички други (непсихологически) обяснителни способности са се изчерпали, и че академичната общност трябва да полага повече усилия в намирането на рационални обяснения (O'Hara, 2008). Garber (2000, p. 4) дефинира понятието „балон“ като набор от аргументи, основаващи се на непроверими психологически обстоятелства. От гледна точка на традиционната икономика балоните представляват ситуации, които не могат да бъдат обяснени чрез конвенционалните модели за оценка на капиталовите инструменти, т.е. наблюдава се голяма разлика между прогнозата за цените на активите и тяхната фактическа стойност.

В научната литература няма еднозначна и общоприета дефиниция за това какво е пазарен балон. От гледна точка на поведенческите финанси обяснението за наличието на финансов балон не изисква всички стопански субекти да проявяват нерационално поведение. Напротив, смята се, че поведението на инвеститорите до голяма степен е рационално (вж. Paul, 2011, p. 2). Друго определение на понятието „балон“, използвано в научната литература по отношение на ролята на паричната политика с цел превенция на възникването на балон в цените на активите, включва прекомерното нарастване на цените, което при спукване на балона най-често води до тяхното съществено спадане (вж. Brunnermeier & Schnabel, 2016).

Brunnermeier и Schnabel са на мнение, че балоните обикновено възникват поради даден екзогенен шок, променящ очакванията на стопанските субекти. Примери за такива шокове могат да бъдат технологичните иновации, финансовият инженеринг (разработване на деривативни инструменти), либерализирането на пазарите и политически събития (например наличие на военни конфликти). Подобни шокове обикновено се случват в определени отрасли на икономиката, поради което финансови ресурси са насочвани към конкретни инвестиционни проекти. Важна част от съществуването на балоните са оптимистичните очаквания за бъдещето и за продължаващата тенденция към нарастване на цените на активите.

Според O'Hara (2008) никоя от предложените дефиниции за балон не дава възможност за емпирично констатиране на наличието му и не осигурява основа за неговото предвиждане. Редом с представените дотук определения той цитира и даденото в *Речника на политическата икономия (Dictionary of Political Economy)* на издателство „Palgrave“ от 1926 г., което гласи, че балон е всяко неправилно начинание в комбинация с висока степен на спекулативно поведение. Проблемът при тази дефиниция според автора се крие в обстоятелството, че едно действие би могло да бъде окачествено като „неправилно“ едва след като то се е случило, т.е. установяването на наличие на балон може да бъде констатирано чак постфактум.

Brunnermeier и Schnabel (2016, p. 496) представят списък с най-известните 23 случая на пазарен балон от последните 400 години, които са свързани с повишаването на цените на даден актив (вж. таблицата). На базата на този критерий като балон няма да бъде квалифицирана прегряла национална ико-

Исторически корени на поведенческата финансова мисъл

номика, при която не се наблюдава връзка с даден актив, или икономически кризи, произтичащи от банковия сектор като „Паниката“ от 1907 г.

Таблица

Преглед на основните международни пазарни балони във възходящ времеви ред през последните 400 години

Събитие	Период	Място	Актив
Балонът на холандското лале	1634-1637 г. (криза: февруари 1636 г.)	Холандия	Лалета (пуковици)
Балонът Мисисипи	1719-1720 г. (криза: май 1720 г.)	Париж	Акциите на компанията „Мисисипи“, собственост на John Law
Кризата от 1763 г.	1763 г. (криза: септември 1763 г.)	Амстердам, Хамбург, Берлин	Зърно, захар
Кризата от 1772 г.	1772-1773 г. (криза: юни 1772 г.)	Англия, Шотландия	Акции на и фючърси върху компанията „East India“; строителни съоръжения, канали
Манията по Латинска Америка	1824-1825 г. (декември 1825 г.)	Англия (най-вече Лондон)	Ценни книжа на южноамерикански правителства и мини, акционерни дружества; памук
Железопътната мания	40-те години на XIX век (криза: април/октомври 1847 г.)	Англия	Ценни книжа, свързани с инвестиции в жп линии; царевица
Паниката от 1857 г. (Първата световна криза)	1856-1857 г. (криза: октомври 1857 г.)	САЩ	Акции и облигации, свързани с жп линии; поземлени имоти (земя)
Борсовият срив	1872-1873 г. (криза: май 1873 г.)	Германия, Австрия	Акции, жп линии, къщи, поземлени имоти (земя)
Бумът на пазара на недвижими имоти в Чикаго	1881-1883 г. (без криза)	Чикаго	Нови сгради, поземлени имоти (земя)
Кризата от 1882 г.	1881-1882 г. (криза: януари 1882 г.)	Франция	Ценни книжа, акции на новоучредени банки
Паниката от 1893 г.	1890-1893 г. (криза: януари 1893 г.)	Австралия	Акции на миннодобивни компании; поземлени имоти (земя)
Норвежката криза от 1899 г.	1895-1900 г. (криза: юли 1899 г.)	Норвегия	Поземлени имоти (земя), нови домове, недвижимо имущество
Балонът на пазара на недвижими имоти в САЩ	1920-1926 г. (без криза)	САЩ	Жилищни сгради, обезпечени ипотечни облигации
Балонът на немския пазар на акции	1927 г. (криза: май 1927 г.)	Германия	Акции
Балонът на американския пазар на акции	1928-1929 г. (криза: октомври 1929 г.)	САЩ	Акции (компани, вкл. в сферата на комуналните услуги)
„Изгубеното десетилетие“	1985-2003 г. (криза: януари 1990 г.)	Япония	Акции, конвертируеми облигации, недвижими имоти
Скандинавската криза: Норвегия	1984-1992 г. (криза: октомври 1991 г.)	Норвегия	Търговски и бизнес сгради, жилищни сгради
Скандинавската криза: Финландия	1986-1992 г. (криза: септември 1991 г.)	Финландия	Поземлени имоти (земя), жилищно строителство, акции
Азиатската криза: Тайланд	1995-1998 г. (криза: юли 1997 г.)	Тайланд	Акции, търговски и жилищни сгради
Технологичният балон	1995-2001 г. (криза: април 2000 г.)	САЩ	Акциите на новите технологични компании
Балонът на пазара на недвижими имоти в Австралия	2002-2004 г. (без криза)	Австралия	Жилищни сгради
Балонът на пазара на недвижими имоти	2003-2010 г. (криза: 2007 г.)	САЩ	Ипотечни облигации с лошо качество, обезпечени активи
Испанският балон на недвижими имоти	1997-2012 г. (криза: 2007 г.)	Испания	Жилищни сгради

Източник. Brunnermeier & Schnabel, 2016, p. 497.

Най-общо т.нар. Паника от 1907 г. се свързва с началото на първата световна икономическа криза на XX век, довела до рецесия, сравнима с Голямата депресия. Ефектите от тази криза предизвикват създаването на Федералния резерв със Закона за Федералния резерв от 1913 г. По същество кризата води началото си от финансовите институции и пазари на Ню Йорк по подобие на Голямата рецесия. Третият по големина тръст „Knickerbocker“ изпада във финансови затруднения поради причинената от новина паника от страна на депозантите, които само за ден изтеглят средства в размер на 8 млн. USD (вж. Moen & Tallman, 2015).

Brunnermeier и Schnabel (2016) обобщават, че от историческа гледна точка балоните засягат широк кръг от активи – борсово търгувани стоки (лалета, захар, зърно), акции и облигации, недвижимо имущество (земя, жилища и търговски сгради), както и инфраструктурни проекти. Проследявайки събитията от таблицата, се вижда, че по-ранните кризи произтичат основно от борсово търгувани стоки, докато през XIX век преобладават тези в сферата на инфраструктурата, например изграждане на железопътни връзки и канали. През XX век и до днес се наблюдават балони, базиращи се на ценни книжа и на недвижимо имущество. По-голямата част от представените в таблицата балони са дългови кризи, като изключение правят единствено технологичният балон и чикагската криза с недвижими имоти, чието избухване произтича от капиталови инструменти (акции)<sup>2</sup>.

По-нататък ще разгледаме по-подробно обстоятелствата, довели до появата на първия документиран в историята балон – балона на холандското лале. Лалетата са внесени за първи път в Холандия от търговеца Conrad Guestner, който ги превозвал от Константинопол. С течение на времето те стават символ за високопоставено положение в обществото и бързо се превръщат в сензация за потребителите. Холандците започват да инвестират в това непознато дотогава цвете, като с покачването на търгуваните обеми към пазарите се присъединяват и спекуланти, чиято цел е постигането на печалби. „Манията“, свързана с притежаването на лалета, достига и до средната класа и постепенно инвестирането в екзотичното цвете се превръща в истерия, която предизвиква постоянното повишение в тяхната цена. Повлияни от очакването, че пазарната цена на луковичите ще продължава да нараства, хората започват да продават имуществото си, за да закупват повече лалета. През 1636 г. луковичите са включени в търговията на фондовите борси в Амстердам, Ротердам, Харлем и на други места в Европа. Въведено е дори специално законодателство, регулиращо търговията с лалета, и са назначени нотариуси, които да водят регистър на сделките. В своето най-високо равнище цената на

<sup>2</sup> В своя труд Brunnermeier и Schnabel разглеждат и въздействието на пазарните балони върху потреблението на домакинствата. Подобна дискусия, но насочена към частното потребление на българските домакинства и ефекта на Голямата рецесия от 2008-2009 г., може да бъде намерена в Zlatinov (2017).

една луковица се е равнявала на десет месечни заплати на квалифициран работник, няколко тона зърно или стадо волове (вж. Pompián, 2012a, p. 23).

Манията по лалетата стига дотам, че търговията с тях започва да се осъществява и на фючърския пазар, където луковиците са възприемани като луксозни блага. Те са продавани предварително, а самата доставка се осъществявала в края на сезона (между юни и септември), т.е. сключените сделки между септември и юни са били единствено фючърски. Причината е, че луковиците е можело да бъдат изравняни от земята единствено в периода след цъфтеж (от юни) и е трябвало да бъдат отново засадени до края на септември. Непрофесионалните инвеститори дори купували луковици на кредит от техните продавачи (вж. Brunnermeier & Schnabel, 2016).

През 1636 г. лалето се превръща в четвъртия най-изнасян холандски продукт след джина, херингата и сиренето. Спекулациите на фючърския пазар с лалета още повече повишават цената му. Търговията с опции и фючърси с манипулативна цел (т.е. търговия с активи, които не притежаваш) е забранена по закон в Холандия още през 1610 г., но фючърсите, целящи хеджиране на риска, са позволени. Макар че не преследват спекулантите, търгувачи с фючърси, властите не предоставят възможност за принудително съдебно изпълнение на уговорката по договора, когато неговият купувач отказва да я изпълни. Така борсовата търговия с фючърси и бъдещото изпълнение на уговорката до голяма степен са били въпрос на репутация, която играела важна роля за инвеститорите. Липсата на такава би могла да доведе до изключване от борсата на съответното лице. В крайна сметка търговията с лалета от легитимен бизнес се превръща в спекулативна игра на риска (вж. Garber, 2000, p. 34-35).

Преди 1636 г. фючърските сделки с луковици са в писмена форма и се изисква входирането им пред нотариус. Поради описаните обстоятелства се смята, че всички сделки след септември 1636 г. са фючърски, но имат привиден характер, който по онова време е нов за пазара. Търговците започват да се срещат на групи по кръчмите, като следват малко на брой правила за наддаване и плащане на такси. За всяка сделка купувачът на фючърсен договор трябва да плати такса на продавача в размер до 3 гулдена. От никоя от страните не се изискват маржин-плащания, като така рискът от фалит не ги ограничава да сключват сделки. Крайната цел не е била фактическото доставяне на луковици на датата на сетълмент, а се е очаквало единствено изплащането на разликата между договорената цена и цената на сетълмент, т.е. това е облог по отношение на цената на лалето в деня на сетълмент. Позовавайки се на исторически сведения, Garber (2000, p. 46) посочва, че най-вероятно цената на сетълмент е съвпадала с онази, на която са били извършвани най-много сделки на датата на изтичане на фючърския договор.

След първата седмица на февруари 1637 г. пазарът на спекулации с луковици се срива, но няма данни защо това се е случило точно тогава. Сетълментът на изтичащите договори е прекратен, а търговията с фючърси – пре-

установена. Властите уреждат по законов път начина, по който да се извършат паричните плащания и доставките на луковици по прекратените договори (вж. Garber, 2000, p. 61). В крайна сметка цените на лалетата се сриват, като достигат едва 10% от равнището си пред спада. Прекратена е практиката да се водят регистри за техните цени, в резултат от което се стига до огромни загуби за инвеститорите.

Изненадващо или не, механизмът за образуването и последващото спукване на пазарни балони (като тези през 1929 и 2000 г.) и до днес се случва по аналогичен начин (Pompien, 2012a, p. 23). Все пак, въпреки че оказва отрицателно въздействие върху потреблението на домакинствата, манията по холандското лале не води до рецесия и балонът не се разпространява към други държави.

Обобщено може да се каже, че появата на балона на холандското лале се дължи на възникването на финансова иновация в началото на XVII век – фючърските договори (вж. Brunnermeier & Schnabel, 2016, p. 512). Възможна причина за тази спекулативна дейност според Garber (2000, p. 37-38) може да е чумната епидемия в Холандия между 1634 и 1637 г., когато голяма част от населението губи живота си поради болестта. Смята се, че чумата е достигнала най-тежките си размери именно през 1636 г. и поради това хората може би са били обзети от чувство на неизбежност, което е предизвикало най-интензивния период на манията по лалето.

Холандската криза от XVII век, както и аналогичните кризи през следващите столетия еднозначно показват, че пазарите не са ефикасни, тъй като ако бяха такива, цените щяха да отразяват цялата налична информация на пазара и да съвпадат с присъщата стойност на активите. Следователно процесът на вземане на решения не се основава върху оценяване на разполагемата информация и прилагането на математически модели, като индивидите не са напълно рационални, както твърди конвенционалната икономическа теория (вж. Sorug, 2015, p. 2).

#### *Теория на решенията на Даниел Бернули*

През XVII и XVIII век се зараждат дискусиите относно мястото на психологическите предпоставки в икономическите теории. Това е периодът на възникването на поведенческата икономика, която е предшественик на науката за поведенческите финанси. Ранната теория на вземането на решения в условията на риск или несигурност се свързва с вижданията на математици като Паскал, Кардано и Ферма, според които хората оценяват дадено решение в зависимост от очакваната стойност на неговите последици. Така човешкото поведение при вземане на решения е изцяло формализирано и изразено чрез математическия апарат на базата на теорията на вероятностите, без да се прави разграничение между нормативен и позитивен подход. Тогавашните изследователи се концентрират преди всичко върху предпоставката за рационалност на индивидите, което е в унисон с преобладаващото схващане за



липсата на раздвоеност на човешкия ум между логика и инстинкт. До голяма степен това виждане се дължи и на трудовете на Рене Декарт. Въпреки първоначалния си успех теорията за очакваната стойност скоро претърпява провал поради невъзможността си да обясни действителните проявления на процеса на вземане на решения от стопанските субекти (вж. Illiashenko, 2017, p. 31).

Петербургската игра се смята за най-известния и силен довод срещу теорията на очакваната стойност. През 1713 г. Никола Бернули, математик и професор по право, измисля игра, представляваща хвърляне на обикновена монета, като процесът продължава, докато не се падне тура. Печалбите, свързани с падането на тура, нарастват в геометрична прогресия с увеличаването на броя хвърляния. Например, ако тура се падне от първия път, печалбата е в размер на един дукат, ако се падне от втория – два дуката, от третия – четири, от четвъртия – осем, и т.н. Въпросът е каква сума би бил готов да жертва даден субект, за да получи правото на участие в този облог. Според теорията на очакваната стойност сумата би трябвало да е безкрайна, тъй като математическото очакване за печалбата  $G$  е равно на безкрайност (Менгов, 2010, с. 18):

$$E(G) = \sum_{i=1}^{\infty} p_i x_i = \frac{1}{2} \cdot 1 + \frac{1}{4} \cdot 2 + \frac{1}{8} \cdot 4 + \frac{1}{16} \cdot 8 + \dots = \infty,$$

където  $x_i$  е размерът на печалбата, а  $p_i$  – вероятността за падане на тура при  $i$ -тото хвърляне на монетата. Н. Бернули смята, че никой човек не би дал цялото си богатство, за да получи правото да участва в облог с малка вероятност за спечелване на неограничена печалба, като оценява, че хората не биха платили повече от 20 дуката. (За сравнение стойността на един дукат в началото на XVIII век се равнява на около 40 USD към края на XX век) (вж. Менгов, 2010, с. 19.) През 1718 г. Николас Бернули предлага свое решение на Петербургския парадокс. Според него твърде ниските вероятности трябва да се пренебрегват от индивидите, т.е. той несъзнателно изказва идеята, че стопанските субекти не са рационални.<sup>3</sup>

По същество отправените критики към теорията за очакваната стойност имат чисто поведенчески характер. Във връзка с това през 1738 г. Даниел Бернули, братовчед на Николас Бернули, публикува доклад при Петербургската академия на науките, в който твърди, че индивидите вземат решения не на базата на очакваната стойност, а на очакваната полезност. Сумата пари в абсолютно изражение не е от значение, а полезността, която тя носи за отделния индивид – например една и съща спечелена сума би имала по-висока полезност за бедния, отколкото за богатия. Отчитайки субективната мотивация на всеки отделен индивид и субективната му полезност от вземането на решение в условията на риск, Даниел Бернули извежда принципа за намаляващата пределна полезност на богатството, а неговата теория на решенията се превръща в

<sup>3</sup> Идеята за подценяване на ниските вероятности съвпада с вижданията в теорията на перспективите на Канеман и Тверски, които развиват поведенческа алтернатива на теорията на очакваната полезност (вж. Illiashenko, 2017, p. 32).

основна при изучаването на рационалните решения. Той е и първият учен в исторически план, който предлага математически модел за количественото определяне на субективната полезност на парите.

Преди да бъде формулирана теорията на решенията, учените са смятали, че хората оценяват рисковете според очакваната им стойност. Даниел Бернули обаче показва, че това не е така – повечето хора избягват възможността да получат най-нисък резултат (риска). Според него те биха избрали сигурната алтернатива, дори когато тя им предоставя по-малка очаквана стойност, отколкото другата несигурна възможност. Така хората не оценяват изборите пред тях в парично изражение, а според субективната им психологическа полезност.<sup>4</sup>

### Класицизъм и ранен неокласицизъм

Съвременната дискусия относно наличието или липсата на рационалност в инвеститорите намира своя първообраз още в средата на XVIII век (Pompiari, 2012a, p. 24). С възникването на класическата икономическа школа изследователите започват да обръщат поглед към човешкия аспект при вземането на решения, което поставя основните на поведенческите финанси. През 1854 г. немският икономист Херман Хайнрих Госен, опирайки се на теорията за субективната полезност на Даниел Бернули, извежда своята кардинална теория на полезността. Според Госен субективната полезност на даден индивид като показател за степента на удовлетворяване на индивидуалните му потребности, получена от потреблението на определено благо, може да бъде оценена количествено чрез прилагането на мерна единица. Съгласно първия закон на Госен пределната полезност от потреблението на всяка следваща единица от дадено благо намалява, като достига нула в точката на насищане (вж. Менгов, 2010, с. 20; Узунов и др., 2003, с. 81).

Представителите на класицизма и на ранния неокласицизъм постоянно насочват своя изследователски фокус към емоционалните състояния и познавателните способности на индивида. Тяхната представа за човешката природа е относително сложна и често повлияна от науката за психологията. Важно е да се подчертае, че от днешна гледна точка тези психологически възгледи на класиците (вкл. и на Адам Смит), които са описани директно или се съдържат косвено в техните творби, са неправилно разбрани или интерпретирани в светлината на неокласиката. Така в настоящето се стига до погрешното възприятие, че класиците са имали опростена представа за същността на човека, който винаги преследва личния си интерес в абсолютно тесен смисъл (Angner & Loewenstein, 2012).

Според Адам Смит и неговата книга „Теория на моралните чувства“ (1759) всеки човек притежава присъщ морален компас, заместващ концепции като

<sup>4</sup> Склонността към избягване на риска се обяснява с намаляващата пределна полезност на парите при тяхното нарастване (вж. Канеман, 2012, с. 354).

логика и закони. Представата за съвършено рационален субект обаче никога не намира място в разработките му. За разлика от „Богатството на народите“ (1776), където стопанското поведение на индивидите се описва като подчинено на егоизма, в „Теория на моралните чувства“ то е моделирано като подвластно на съревнованието между емоции (гняв, страх, нагон, глад) и безпристрастност, която би могла да надделее над чувствата. Въпреки дългогодишния дебат дали двете творби на Адам Смит си противоречат, или се допълват, модерните привърженици на неговия труд твърдят, че внимателният прочит на творчеството му убеждава в липсата на всякакво противопоставяне (Ashraf, et al., 2005, p. 131).

Angner и Loewenstein (2012) цитират откъс от „Теория на моралните чувства“, където Смит твърди, че независимо от степента на егоизъм на даден индивид в човешката природа се съдържа потребността от това околните също да се радват на сполука. Отделната личност не получава директни облаги от чуждия успех, а единствено удовлетворение. В допълнение те се позовават и на друг откъс от същата книга, където Смит критикува лекомислено потребяващите пари за дреболии. Според него получената полезност със сигурност не е толкова ценна, колкото бремето от извършените действия. Така Angner и Loewenstein привеждат аргументи в подкрепа на това, че Смит е вземал под внимание човешката природа и действия.

Ashraf, et al. (2005, p. 132) акцентират върху сходствата на „Теория на моралните чувства“ със съвременната психологическа и поведенческо-икономическа гледна точка, засягаща вземането на решения, което се възприема като съвкупност от два процеса – автоматичен (несъзнателен) и съзнателен. Нещо повече, един от основните принципи в теорията на перспективите на Канеман и Тверски – принципът на отвращението към загубите, може да бъде открит при Адам Смит, който заявява, че в повечето случаи болката предизвиква по-силна емоция, отколкото равното по размер щастие. Деформацията на прекалената самоувереност, основна част от емоционалните поведенчески деформации в съвременните поведенчески финанси, също намира своя първообраз в „Теория на моралните чувства“. Смит описва самонадеяността на индивидите относно техните умения, знания и способности, като подчертава, че тя води до надценяване на вероятността за генериране на печалба и подценяване на тази за реализиране на загуби. Затова хората са готови да предприемат рискови начинания (вж. Ashraf, et al., 2005, p. 134).

Адам Смит изразява и своето виждане относно обстоятелствата, които водят до появата на пазарни балони – той смята, че те се дължат на свръхтъргуване от страна на стопанските субекти. През 60-те години на XIX век Lord Overstone също дискутира какви могат да са причините за възникването на балони. Според него изменението на цените на активите води началото си от период, характеризиращ се с бездействие, който е последван от етапите на напредък, наличие на увереност, растеж, силно вълнение, свръхтърговия, сътресение, натиск и стагнация. Финалната фаза на цикъла завършва отново

с бездействие. Представените схващания показват, че в миналото е съществувало добро разбиране за процеса на „надуване“ на пазарен балон (O'Hara, 2008, p. 12).

Angner и Loewenstein (2012) цитират откъс от книгата на Mark Perlman и Charles McCann от 1998 г., където авторите описват своята представа за това какъв смисъл влага Адам Смит в понятието „*homo economicus*“ („икономически човек“ или „*стопанстващ индивид*“). Според тях „икономическият човек“ на Смит е предан и честен, с ясно изразена представа, че е част от социума, поема отговорност за взетите решения и приема последиците от тях в контекста на два принципа – себичност и отзивчивост. Той цени свободата на своята воля и себеизразяването, но притежава и усещане за етика, дружелюбие и дори алтруизъм. Всичко това показва, че вижданията на Смит за човешката психология изиграват важна роля за неговите чисто икономически трудове.

Съвременникът на Смит Дейвид Хюм също е дълбоко заинтригуван от психологическите предпоставки в човешкото поведение (вж. Davis, 2003). Друг известен мислител от онова време – Джереми Бентъм, който е основоположник на теорията за утилитаризма, изследва задълбочено концепцията за икономическата полезност от гледна точка на нейните психологически изражения. Според него полезността ръководи всяко действие на стопанските субекти, тъй като предприетите решения изменят изпитваното щастие, което е от основно значение за индивидите. Тяхната цел е да максимизират общата си полезност, като Бентъм твърди, че не е възможно субектите да вземат стопански или морални решения без никаква нотка на емоция (Pompien, 2012a, p. 26).

До втората половина на XIX век икономическата теория е доминирана от класицизма и школата на Дейвид Рикардо, съгласно която ценообразуването зависи от обективни величини като технологичните разходи. За разлика от това, макар че е част от тази школа, теорията на Бентъм акцентира върху субективни фактори при определяне на обществените явления. Маржинализмът, добил популярност през втората половина на XIX век, стъпва върху идеите на Бентъм при извеждането на подхода на пределната полезност. Бентъм е привърженик на принципа на хедонизма, според който болката и удоволствието са двете величини, определящи поведението на индивидите. Той смята, че хората биха могли да бъдат дори неогоистични, ако до определена степен се интересуват от щастието на околните. Джевънс също си служи с похватите на хедонистката психология, за да изгради своята концепция за икономика. Според него индивидуалното поведение се основава на принципа за максимизиране на удовлетворението и за минимизиране на болката – главният стремеж на икономическия човек е да получи максимално удоволствие на базата на минимално вложени усилия (вж. Angner & Loewenstein, 2012).

Както за Бентъм, така и за неговите последователи – Джевънс, Валрас и Еджуърт, смятани за основоположници на идеята за „човеците на икономиката“, понятието за полезност е тясно свързано с психологически и физиологични фактори – тя измерва субективно изпитваното от индивидите щастие, а

не степента, до която е постигната определена цел (вж. Lewin, 1996, p. 1297), т.е за тях полезността има чисто психологически измерения.

В същото време не бива да се пренебрегне фактът, че маргиналистите моделират математически теорията за полезността, извеждайки я като експлицитна величина. Те черпят вдъхновение от точните науки и формализират понятията „обща полезност“, „пределна полезност“ и „потребление“ по аналогия с понятията от физиката – съответно „енергия“, „сила“ и „позиция“. Според класическия икономист Джон Стюарт Мил субективизмът не е подходяща теория за количествен анализ за разлика от понятията „цена“ и „количество“, които са фактически измерими величини (Illiasenko, 2017, p. 32).

Важно е да се отбележи и икономиката на благосъстоянието, водеща своето начало от трудовете на Артър Сесил Пигу, който е убеден утилитарианец. Ранните неокласици като Пигу смятат, че благосъстоянието (полезността) е сумарна величина от полезността на отделните индивиди в обществото. Така принципите на хедонистката психология оказват огромно въздействие върху изследователския икономически инструментариум, базиран върху метода на интроспекцията (индивиди, които споделят изпитваните от тях чувства, мисли и нагласи).

Интроспекцията се използва като аргумент и в други обществени и поведенчески науки (вж. Angner & Loewenstein, 2012). Според Mandler (1999, p. 76-78) позовавайки се на хедонистката психология, ранните неокласически икономисти определят поведението на субектите както като рационално, така и понякога като нерационално. Според хедонизма всеки индивид би избрал онази алтернатива, при която балансът между удоволствието и болката ще бъде най-голям в полза на щастието – с други думи, хората претеглят възможните последствия от вземаните от тях решения през призмата на полезността и болката. Хедонистите доказват също, че предположенията за пълнота и транзитивност на предпочитанията, както и изпъкналостта на кривите на безразличие към центъра на координатната система, са верни. Същевременно хедонистичната предпоставка, че стопанските субекти обмислят вземаните от тях решения през призмата на удоволствието и болката, позволява да се дефинира понятието за нерационално или неправилно поведение. Обяснението за неправилно поведение може да е например, че то се дължи на неточна преценка за възможното удоволствие от определено действие. Друга обосновка би могла да бъде намерена в проблемите, възникващи, ако се вземе под внимание полезност, която ще се получи чак в бъдещ период. Така според ранните неокласически икономисти стопанските субекти обикновено спазват предпоставките за пълнота и транзитивност на своите предпочитания, но понякога биха могли да действат нерационално.

В обобщение може да се каже, че класическата и ранната неокласическа икономическа школа съдържат препратки към психологията, което означава, че е те приемат възможността човешкото поведение да се отклонява от предпоставката за съвършена рационалност.

## Неокласицизъм

Въпреки психологическите елементи в икономическите теории от ранния период на неокласицизма в края на XIX век напредъкът в точните науки като физика и химия допринася за популяризирането на механичните закони, които започват да се прилагат и в теорията за вземането на решения и стопанското взаимодействие. Повлияни от тези изменения, Джевънс, а по-късно и Еджуърт преосмислят своите виждания за полезността, като опростяват съществено представата за сложната човешка природа и за необходимостта от психологически предпоставки (вж. Illiashenko, 2017, p. 33).

Все пак трябва да се подчертае, че следвоенната неокласическа икономическа теория не отхвърля разбирането, че емоционални и душевни фактори като удоволствие и болка могат да окажат влияние върху хората и върху техните действия. Представителите на това икономическо учение обаче игнорират подобни фактори, като заявяват, че те са извън обхвата на икономиката. Разликата между ранните неокласически икономисти и следвоенните изследователи по отношение на транзитивността на предпочитанията е, че първите разглеждат поведението на субектите от психологическа гледна точка и на тази база извеждат заключения, а вторите приемат транзитивността като аксиома (вж. Mandler, 1999, p. 5). Последното заляга в основата на ординалния подход при анализа на полезността, при който се приема, че даден индивид предпочита благото X пред Y, без да се използва мерна единица за полезност – тя е просто индекс, без да има отношение към психологически и емоционални фактори<sup>5</sup>. От методологична гледна точка ординалният подход към полезността изучава предпочитанията на индивидите на базата на данни за покупко-продажби.

Освен това следвоенните неокласически икономисти опростяват предпоставките за наличие на ефективност по Парето, тъй като според тях в реалния живот само малък брой икономически политики биха могли да представляват същинско подобрение на благосъстоянието по Парето според оригиналните (класическите) допускания (вж. Mandler, 1999, p. 6). Така, за да се постигне висока прогностична стойност на неокласическите аналитични модели, са пренебрегнати всякакви класически препратки към хедонизма и психологията на човека. Следвоенните неокласически икономисти пренебрегват въпроса как се формират предпочитанията, но в същото време не предоставят никаква теоретична обосновка на своите предположения – те извеждат предпочитанията на индивида под формата на аксиоми. Поради това неокласическата икономическа теория не разполага с аналитичен апарат, на базата на който да бъде обяснено нерационално поведение (вж. Angner & Loewenstein, 2012). Тя обяснява стопанската дейност като съвкупност от хомогенното и едновременното поведение на стопанските субекти, всеки от които се стреми да макси-

<sup>5</sup> За повече информация относно неокласическата теория за вземането на решения на von Neumann и Morgenstern от 1944 г. вж. Недев (2018), където са представени концептуалните различия между традиционните и поведенческите финанси.

мизира пределните си приходи. Така чрез моделиране на поведението на индивидите като „човеци на икономиката“ неокласическата школа се отделя от психологията, което ѝ позволява да формализира математически поведението на всеки стопански субект (вж. Иванчев, 2013, с. 57).

За основоположник на школата на бихевиоризма в психологията се смята Джон Бродъс Уотсън и статията му от 1913 г. „Психологията, както я вижда бихевиористът“ („Psychology as the Behaviorist Views It“). Неговото ново философско виждане за психологията предизвиква бурни реакции, вариращи от възторг до шок. Според бихевиоризма изследователските методи в психологията трябва да бъдат обективни и да се фокусират единствено върху външните прояви на човешкото поведение и действия. Бихевиористите отхвърлят самоанализа (анализ на съзнанието на индивиди, които са до голяма степен вменяеми и могат да разбират и да боравят с езикова реч). Според тях тези хора са обучавани да извършват самоанализ и да описват своите душевни усещания, като използват конкретно заучена терминология. Бихевиористите се фокусират върху поведението, като се интересуват единствено от неговите външни проявления и от реакциите на индивидите в определени ситуации, а не от техните мисли, схващания, желания, планове и намерения. Уотсън е убеден, че изучаването на съзнанието е невъзможно, а опитите за това само възпрепятстват напредъка в психологическите теории.<sup>6</sup>

Бихевиоризмът оказва голямо въздействие върху икономическите изследвания от следвоенния неокласически период<sup>7</sup> – те започват да изключват изцяло влиянието на психологическите елементи, като отхвърлят необходимостта да се вземат под внимание душевните фактори. Основните предпоставки, които вдъхновяват следвоенните неокласици, са позитивизмът във философията, бихевиоризмът в психологията и операционализмът във физиката (вж. Angner & Loewenstein, 2012). Следвоенният неокласицизъм често е наричан „ординализъм“, тъй като понятието за полезност и връзката на икономиката с психологията чрез хедонизма са заменени от понятието „предпочитание“. Целта на изследователите е да повишат прогнозната способност на своите теории, използвайки тесен методологичен апарат. Те приемат, че различните блага имат различна пригодност, значимост и използваемост за субектите, които в дадена ситуация на базата на своите предпочитания ще изберат едно благо пред другото или едно приложение на самото благо пред друго.

Още от самото ѝ представяне концепцията за „човека на икономиката“ предизвиква дебат относно понятията „съвършена рационалност“ и „абсолютен егоизъм“ на индивидите, както и относно притежаваната от тях информация

---

<sup>6</sup> Някои учени твърдят, че Уотсън всъщност не ограничава психологията, а разширява обектите на нейното изследване, като я прилага към деца и други невербални индивиди, както и към животни и хора с умствени увреждания. Така бихевиоризмът може да бъде оприличен на абсолютно обективен експериментален клон на природна наука (вж. Malone, 2017).

<sup>7</sup> Преходът между ранен и следвоенен неокласицизъм обхваща около 20 години – от средата на 30-те до средата на 50-те години на XX век.

за пазара. Във връзка с това Торстен Веблен и Джон Мейнард Кейнс предлагат концепцията за ограничената рационалност. Те смятат, че нито един човек не може да разполага с цялата налична информация или постоянно да спазва аксиомите на пълнотата, транзитивността, непрекъснатостта и независимостта при преследване на своите потребителски предпочитания с цел максимизиране на очакваната полезност. Ето защо според тях индивидите не са напълно рационални и са подвластни както на ограниченото знание за света, с което разполагат, така и на когнитивните деформации, които до голяма степен определят процеса по вземане на решение (вж. Rompian, 2012a, p. 27).

В резултат от това, че неокласическата икономика до голяма степен пренебрегва психологическите предпоставки на човешкото поведение, в средата на миналото столетие все по-голяма тежест започва да придобива експерименталната икономика, поставяща под въпрос принципите на рационалността, с което се полагат основите на поведенческата икономика като наука. В същото време с възникването на когнитивната психология като учение за процесите в ума, определящи човешкото поведение, се поставя началото на поведенческите финанси (вж. Rompian, 2012a, p. 31).

\*

Проследявайки генезиса и еволюцията на поведенческата икономическа и финансова мисъл във времето, се вижда, че макар и сравнително ново направление в икономическата наука, те заемат важно място в развитието и усъвършенстването на икономическата теория и практика чрез приноса си, изразяващ се в по-задълбоченото отчитане на фактичното поведение на стопанските субекти. Това се потвърждава и от факта, че Нобеловата награда в областта на икономическите науки през 2017 г. е присъдена на Ричард Талер, чиито трудове от 70-те години на XX век са основополагащи за поведенческата икономика.

#### *Използвана литература:*

Златинов, Д. (2012). Отвъд финансовата криза от 2008 г.: макроикономически предпоставки за развитието на системна криза в световен мащаб. В: *Икономически измерения и социални последици на глобалната криза (Доклади от конференцията на Факултета за икономически и социални науки, посветена на 50-годишнината на Пловдивския университет „Паисий Хилендарски“)*. Пловдив: УИ „Паисий Хилендарски”, с. 69-83.

Иванчев, Б. (2013). *Всеки може да инвестира успешно, ако избегне илюзиите и ирационалното поведение*. С.: „Изток-Запад“.

Канеман, Д. (2012). *Мисленето*. С.: „Изток-Запад“ [Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. New York: Macmillan].

Менгов, Г. (2010). *Вземане на решения при риск и неопределеност*. С.: „Жанет“.



Недев, Б. (2018). Традиционни или поведенчески финанси? *Икономическа мисъл*, N 3, с. 113-134.

Седларски, Т., Г. Димитрова (2014). Основни концепции в теорията на поведенческите финанси. В: *Годишник на Стопанския факултет на СУ „Св. Климент Охридски“*, 12, с. 195-220.

Узунов, А., С. Лисев, Л. Тошков, Т. Конджов, Т. Попов, Р. Русинова (2003). *Микроикономика*. Второ издание. С.: „ГорексПрес“.

Angner, E., G. F. Loewenstein (2012). Behavioral Economics. In: *Mäki, U. (ed.). Handbook of the philosophy of science: Philosophy of economic*. Amsterdam: Elsevier, p. 641-690.

Ashraf, N., C. F. Camerer, G. Loewenstein (2005). Adam Smith, Behavioral Economist. *Journal of Economic Perspectives*, 19(3), p. 131-145.

Baker, K. H., J. R. Nofsinger (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.

Brunnermeier, M., I. Schnabel (2016). Bubbles and Central Banks. In: *Bordo, M., Ø. Eitrheim, M. Flandreau & J. Qvigstad (eds.). Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History? (Studies in Macroeconomic History)*. Cambridge: Cambridge University Press, p. 493-562.

Carruthers, B. G. (2001). Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias by Peter M. Garber. *Business History Review*, 75(1), p. 230-232.

Copur, Z. (2015). *Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry*. Hershey: Business Science Reference.

Davis, G. F. (2003). Philosophical Psychology and Economic Psychology in David Hume and Adam Smith. *History of Political Economy*, 35(2), p. 369-304.

Garber, P. M. (2000). *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.

Iliashenko, P. (2017). Behavioral Finance: History and Foundations. *Visnyk of the National Bank of Ukraine, March*, p. 28-54.

Lewin, S. B. (1996). Economics and Psychology: Lessons for Our Own Day from the Early Twentieth Century. *Journal of Economic Literature*, 34, p. 1293-1323.

Malone, J. C. (2017). *John B. Watson*. In: *Vonk, J., T. Shackelford (eds.). Encyclopedia of Animal Cognition and Behavior. Living Edition*. Cham: Springer.

Mandler, M. (1999). *Dilemmas in Economic Theory: Persisting Foundational Problems of Microeconomics*. New York: Oxford University Press.

Moen, J. R., E. W. Tallman (2015). *The Panic of 1907* [Online]. Available from: [https://www.federalreservehistory.org/essays/panic\\_of\\_1907](https://www.federalreservehistory.org/essays/panic_of_1907). [Accessed: 27 February 2019].

O'Hara, M. (2008). Bubbles: Some Perspectives (and Loose Talk) from History. *The Review of Financial Studies*, 21(1), p. 11-17.

Paul, H. J. (2011). *The South Sea Bubble: An economic history of its origins and consequences*. 1<sup>st</sup> ed. New York: Routledge - Taylor & Francis Group.

Pompian, M. M. (2012a). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to build investment strategies that account for investor biases*. 2<sup>nd</sup> edition. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.

Pompian, M. M. (2012b). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Widger, C., D. Crosby (2014). *Personal Benchmark: Integrating Behavioral Finance and Investment Management*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.

Zlatinov, D. (2017). Effects of Business Cycle on Private Consumption in Bulgaria during the Global Financial and Economic Crisis. *Economic Studies Journal*, N 4, p. 91-107.

Zlatinov, D. (2018). Which are the Winners and Losers at Corporate Level in the Recent Economic Crisis in Bulgaria? *Etudes balkaniques/Académie bulgare des sciences, Institut d'études balkaniques, LIV(4)*, p. 640-652.

7.03.2019 г.