

Неврюев Андрей Николаевич

старший преподаватель кафедры управления персоналом и психологии,
Финансовый университет при Правительстве РФ

ANNevryuev@fa.ru

Andrey N. Nevryuev

Senior lecturer, Department of HR Management and Psychology,
Finance University under the Government of the Russian Federation

ANNevryuev@fa.ru

Нет риска – нет награды? Отношение к риску в инвестиционном поведении¹

No risk – no reward? Attitude to risk in investment behavior

***Аннотация.** В статье описываются особенности развития понятия «риск» в ходе становления экономической психологии как науки. Дается рабочее определение понятию «отношение к риску». Выделены категории инвесторов, в соответствии с их отношением к риску, даны характеристики этих категорий. Проведен обзор исследований, связанных с изучением отношения к риску. Выделены основные исследовательские вопросы, которые изучаются в аспекте исследования отношения к риску в инвестиционном поведении. Выделены ограничения данных исследований.*

***Ключевые слова:** риск, инвестиционное поведение, отношение к риску, толерантность к риску, неприятие риска, гендерные различия, теория перспектив.*

***Abstract.** The article describes the peculiarities of the development of the concept of "risk" in the course of the formation of economic psychology as a science. A working definition of the concept of "attitude to risk" is given. The categories of investors are selected, in accordance with their attitude to risk, the characteristics of these categories are given. A survey of studies related to the study of the attitude to risk has been carried out. The main research questions are identified, which are studied in the aspect of the study of the attitude to risk in investment behavior. The limitations of these studies are outlined.*

***Keyword:** risk, investment behavior, attitude towards risk, risk tolerant, risk averse, gender differences, theory of perspective.*

Люди достаточно часто в своей жизни сознательно идут на риск. Самым банальным примером, когда человек сознательно идет на риск может быть покупка лотерейного билета, который, в случае выигрыша позволит получить большое количество денег. Риск достаточно частый объект для изучения в

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке РФФИ, Грант № 18-013-01232А «Психологические факторы и механизмы инвестиционного поведения россиян с различным уровнем финансовой грамотности».

экономической науке. Однако, относительно недавно, его стали изучать и в психологии. Первое достаточно крупное исследование, связанное с риском, было опубликовано в 1979 году Д. Канеманом и А. Тверски [10].

В своих исследованиях они описывали две категории людей, разделив их на тех, кто склонен к риску и тех, кто его избегает. Результаты их исследований продемонстрировали, что склонность к риску или к его избеганию зависит от двух основных категорий факторов. Первая категория – «выигрыш или проигрыш» (приобретает что-то человек или, напротив, теряет). Вторая категория – вероятность наступления события – «маленькая или средняя и большая». Д. Канеманом и А. Тверски было показано, что люди склонные к риску, как правило – те, которые верят в «выигрыш» с «маленькой» вероятностью. Кроме того, также склонными к риску являются и люди, которые верят в «проигрыш» со «средней и большой вероятностью». Напротив, люди, которые были склонны к избеганию риска, как правило, верят в «проигрыш» с «маленькой» вероятностью и в «выигрыш» со «средней и большой» вероятностью.

Однако риск в данном случае рассматривался авторами как частное понятие и часть более крупной теории, которая получила название теория перспектив. С тех пор исследования, которые применяют положения и следствия данной теории, не прекращаются, а лишь развиваются и получают большую популярность, причем не только в психологии (см., к примеру, исследования [20]).

В ходе развития экономической психологии как науки изучались различные аспекты риска. В частности, одно из явлений, которое получило большее распространение в качестве объекта изучения среди исследователей, было отношение к риску. В целом, его можно характеризовать как «определенный ответ на восприятие значительной неопределенности» [7]. Однако данное определение не учитывает особенностей неопределенности, связанной с принятием решением именно в рамках инвестиционных операций. В конечном итоге, получит прибыль инвестор или, напротив, потеряет все сбережения, зависит только от решения, которое он примет.

Поэтому, как считают исследователи, отношение к риску в сфере инвестиций необходимо определять с учетом данных особенностей. В частности, его можно описать как показатель степени принятия/ непринятия риска в ситуациях, когда необходимо сделать определенный выбор, который будет нести различные (в том числе и финансовые) последствия для инвестора [1]. Результаты более поздних исследований, продемонстрировали, что инвесторы могут проявлять три различные степени принятия (или непринятия) риска [3]. Более подробная характеристика представлена в таблице 1.

Таблица 1. Категории инвесторов и их характеристики

Название категории инвесторов	Характеристика категории
Инвесторы, не принимающие риск	Выбирают из двух альтернатив (высокий процент – высокий риск или низкий процент – низкий риск) ту, где риск низкий, но и прибыль тоже

	низкая [3]
Инвесторы, демонстрирующие нейтральное отношение к риску (толерантность к риску)	Не обращают внимание на риск при принятии инвестиционного решения. Находится посередине между «не принимающими» и «рискующими» [16]
Инвесторы, намеренно ищущие риск (рискующие)	Выбирают из двух альтернатив (высокий процент – высокий риск или низкий процент – низкий риск) ту, где риск высокий, но и потенциальная прибыль тоже может быть высокая [17]

В некоторых исследованиях, которые были связаны с изучением различных категорий инвесторов было выявлено, что:

- инвесторы, которые не склонны рисковать, в периоды, когда существует потенциальная угроза потери, не включают в свои портфели то, что может, на их взгляд, в дальнейшем принести для них убытки [8]
- более пожилые инвесторы, как правило, менее склонны рисковать, чем молодые [2]
- люди, которые профессионально занимаются инвестициями, демонстрируют большую толерантность к риску, чем те, для кого этот вид деятельности не является профессиональным [12]

Исследователи более подробно изучали различные **категории инвесторов**. Однако в данной области исследований по сей день существует большое количество спорных вопросов. В частности, ученые до сих пор не могут сойтись во мнении относительно вопроса: является ли **толерантность к риску** относительно стабильной чертой личности или, напротив, она может меняться со временем. Однако, в ряде исследований (см., к примеру [19]), было показано, что с течением времени (5-ти лет) поведение инвесторов и толерантность к риску у них не меняется, что может служить доказательством того, что толерантность к риску является скорее стабильной личностной чертой и с течением времени практически не изменяется. В тоже время, в исследованиях других категорий инвестиционного поведения (**не приятие риска**) было показано, что они также имеет связи с поведением человека (в частности, с рыночной активностью): чем выше не принятие риска, тем меньше активность инвестор проявляет на рынке [4]. В целом, в исследованиях описывается, что высокая готовность к финансовым рискам (**рискующие**) является одним из важнейших компонентов, когда речь идет о инвестировании в определенные акции [13]. С другой стороны, часть исследователей считает, что признание риска и разумное отношение к нему также является достаточно полезной стратегией [22].

Кроме того, исследователи также изучали вопросы, связанные с **гендерными различиями** в сфере инвестиционного поведения. В ходе данных исследований были получены достаточно противоречивые результаты. Так, в одном из них было показано, что мужчины инвесторы имеют более высокий уровень толерантности к риску, чем женщины [12]. Однако, в других (см., к примеру [4]) было показано, что женщины более склонны к риску, чем мужчины, однако они меньше участвуют в торгах. Ряд исследователей [5] полагают, что эти различия связаны даже не с гендерными особенностями, а с знаниями в данной области.

Относительно недавно психологов заинтересовал вопрос, который касается изучения **различий между «обычными» инвесторами и инвесторами, которые занимаются электронной коммерцией**. Оказалось, что инвесторы, которые занимаются электронной коммерцией, как правило, младше, более импульсивные, раскованные, открытые новому опыту, по сравнению с остальными инвесторами [9].

Часть исследователей также изучала **рефлексивные способности** инвесторов. В ходе данных исследований было установлено, к примеру, что самооценка готовности пойти на риск, является наиболее точной оценкой, когда речь идет о поведении, связанным с инвестированием [6]. Кроме того, было выявлено, что люди, которые занимаются инвестированием, как правило, достаточно точно могут предсказать при каких условиях они испытывают счастье. Инвесторы считают, что счастливы в тот момент, когда их дела идут хорошо и торги для них проходят успешно [14].

Кроме того, было выявлены **факторы успешности инвестиционного поведения**. В частности, было установлено, что инвесторы обращают большое внимание на надежность и уровень доверия по отношению к другим людям и это играет значительную роль, в том числе, и в результатах, которые они получают [11]. Одной из важных характеристик, которую исследователи выделяют в качестве фактора успешности, также оказалось финансовая грамотность (которую исследователи измеряли с помощью специального теста знаний), являющаяся важным фактором успешности в данном виде деятельности [18].

Психологи также обращают внимание на достаточно интересные результаты исследования инвестиционного поведения. В частности, было установлено, что **инвесторы**, как правило, предпочитают **вкладывать свои деньги во внутренний капитал**, а не наоборот [15]. Также в **некоторых культурах**, восприятие риска связано с недостатком знаний в области инвестиций [21].

Несмотря на то, что описанные исследования дают возможность по-новому взглянуть на психологические особенности процесса инвестирования, они обладают некоторыми **ограничениями**.

Во-первых, данные были получены различными способами: некоторые исследователи прибегают к способу самостоятельной раздачи анкет, другие анализируют данные, которые были собраны с помощью панельных опросов и т.д. При этом, многие исследователи практически не используют

психологических инструментов (шкал, опросников, тестов и т.д.). Необходимо отметить также, что в современных условиях, когда большинство людей пользуются скорее электронной коммерцией, чем обычным инвестированием, большой исследовательский интерес привлекает как раз электронная коммерция.

Во-вторых, исследователи анализируют как инвестиционное поведение в стандартных ситуациях, так и поведение, связанное с инвестициями в критических ситуациях. Данные, которые были получены в критических ситуациях (например, переоценки бумаг, падения (взлета) акций) представляют большой интерес, но в современных исследованиях они практически не фигурируют.

В-третьих, некоторые исследователи собирают и анализируют данные, а затем объясняют полученные результаты с помощью особенностей кросс-культурных различий. Тем не менее, в инвестиционном поведении людей существуют особенности и механизмы их поведения, связанные с собственно закономерностями, существующими в экономической психологии. В дальнейших исследованиях необходимо более подробно их раскрыть и описать.

Литература:

1. *Behavioral finance FAQ / Glossary (Risk attitude) (2018)* Режим доступа: <http://pgreenfinch.pagesperso-orange.fr/bfglo/bfglo.riskattitude.htm> (дата обращения: 18.07.2018)
2. Brooks C., Sangiorgi I, Hillenbrand C. Money K. Why are older investors less willing to take financial risks? *International Review of Financial Analysis*, 2018, Vol. 56, pp. 52-72
3. *Definition of 'Risk Averse' (2018)* Режим доступа: <https://economictimes.indiatimes.com/definition/risk-averse> (дата обращения: 18.07.2018)
4. Fellner G., Maciejovsky B. Risk attitude and market behavior: Evidence from experimental asset markets. *Journal of Economic Psychology*, 2007, Vol. 28, pp. 338-350 (17)
5. Fisher P. J., Yao R. Gender differences in financial risk tolerance. *Journal of Economic Psychology*, 2017, Vol. 61, pp. 191-202
6. Gürdal M.Y., Kuzubaş T.U., Saltoğlu B. Measures of individual risk attitudes and portfolio choice: Evidence from pension participants. *Journal of Economic Psychology*, 2017, Vol. 62, pp. 186-203
7. Hillson H., Murray-Webster R. *Understanding and managing risk attitude*. Gower Publishing, Ltd., 2005. 182 p.
8. Hoang T-H-V, Wongb W-K, Zhuc Z. Is gold different for risk-averse and risk-seeking investors? An empirical analysis of the Shanghai Gold Exchange. *Economic Modelling*, 2015, Vol. 50, pp. 200-211
9. Hunter K., Kemp S. The personality of e-commerce investors. *Journal of Economic Psychology*, 2004, Vol. 25, pp. 529-537
10. Kahneman D. and Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 1979, N. 47, pp. 263–291.

11. Kanagaretnam K., Mestelman S., Khalid Nainar S. M., Shehata M. *The impact of empowering investors on trust and trustworthiness. Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 566-577
12. Kannadhasan M. *Retail investors' financial risk tolerance and their risk-taking behaviour: The role of demographics as differentiating and classifying factors. IIMB Management Review*, 2015, Vol. 27, pp. 175-184
13. Keller C., Siegrist M. *Investing in stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes. Journal of Economic Psychology*, 2006, Vol. 27, pp. 285-303
14. Merkle C., Egan D. P., Davies G. B. *Investor happiness. Journal of Economic Psychology*, 2015, Vol. 49, pp. 167-186
15. Möhlmann A. *Investor home bias and sentiment about the country benefiting from the tax revenue. Journal of Economic Psychology*, 2013, Vol. 35, pp. 31-46
16. Risk Neutral (2018) Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/r/riskneutral.asp> (дата обращения: 18.07.2018)
17. Risk-Seeking (2018). Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/r/risk-seeking.asp> (дата обращения: 18.07.2018)
18. Sachse K., Jungermann H., Belting J. M. *Investment risk – The perspective of individual investors. Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 437-447
19. Van de Venetra G., Michayluk D., Davey G. *A longitudinal study of financial risk tolerance. Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 794-800
20. Van Dolder D., van den Assem M. J., Camerer C.F., Thaler R.H. *Standing United or Falling Divided? High Stakes Bargaining in a TV Game Show. American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2015, Vol. 105(5), pp. 402–407
21. Wang X. L., Shi K., Fan H. X. *Psychological mechanisms of investors in Chinese Stock Markets. Journal of Economic Psychology*, 2006, Vol. 27, pp. 762-780
22. Willebrands D., Lammers J., Hartog J. *A successful businessman is not a gambler. Risk attitude and business performance among small enterprises in Nigeria. Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 342-354

References;

1. Behavioral finance FAQ / Glossary (Risk attitude) (2018) Available at: <http://pgreenfinch.pagesperso-orange.fr/bfglo/bfglo.riskattitude.htm> (accessed 18 July 2018)
2. Brooks C., Sangiorgi I, Hillenbrand C. Money K. *Why are older investors less willing to take financial risks? International Review of Financial Analysis*, 2018, Vol. 56, pp. 52-72
3. Definition of 'Risk Averse' (2018) Available at: <https://economictimes.indiatimes.com/definition/risk-averse> (accessed 18 July 2018)
4. Fellner G., Maciejovsky B. *Risk attitude and market behavior: Evidence from experimental asset markets. Journal of Economic Psychology*, 2007, Vol. 28, pp. 338-350 (17)

5. Fisher P. J., Yao R. Gender differences in financial risk tolerance. *Journal of Economic Psychology*, 2017, Vol. 61, pp. 191-202
6. Gürdal M.Y., Kuzubaş T.U., Saltoğlu B. Measures of individual risk attitudes and portfolio choice: Evidence from pension participants. *Journal of Economic Psychology*, 2017, Vol. 62, pp. 186-203
7. Hillson H., Murray-Webster R. *Understanding and managing risk attitude*. Gower Publishing, Ltd., 2005. 182 p.
8. Hoang T-H-V, Wongb W-K, Zhuc Z. Is gold different for risk-averse and risk-seeking investors? An empirical analysis of the Shanghai Gold Exchange. *Economic Modelling*, 2015, Vol. 50, pp. 200-211
9. Hunter K., Kemp S. The personality of e-commerce investors. *Journal of Economic Psychology*, 2004, Vol. 25, pp. 529-537
10. Kahneman D. and Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 1979, N. 47, pp. 263–291.
11. Kanagaretnam K., Mestelman S., Khalid Nainar S. M., Shehata M. The impact of empowering investors on trust and trustworthiness. *Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 566-577
12. Kannadhasan M. Retail investors' financial risk tolerance and their risk-taking behaviour: The role of demographics as differentiating and classifying factors. *IIMB Management Review*, 2015, Vol. 27, pp. 175-184
13. Keller C., Siegrist M. Investing in stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes. *Journal of Economic Psychology*, 2006, Vol. 27, pp. 285-303
14. Merkle C., Egan D. P., Davies G. B. Investor happiness. *Journal of Economic Psychology*, 2015, Vol. 49, pp. 167-186
15. Möhlmann A. Investor home bias and sentiment about the country benefiting from the tax revenue. *Journal of Economic Psychology*, 2013, Vol. 35, pp. 31-46
16. Risk Neutral (2018) Available at: <https://www.investopedia.com/terms/r/riskneutral.asp> (accessed 18 July 2018)
17. Risk-Seeking (2018). Available at: <https://www.investopedia.com/terms/r/risk-seeking.asp> (accessed 18 July 2018)
18. Sachse K., Jungermann H., Belting J. M. Investment risk – The perspective of individual investors. *Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 437-447
19. Van de Venetra G., Michayluk D., Davey G. A longitudinal study of financial risk tolerance. *Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 794-800
20. Van Dolder D., van den Assem M. J., Camerer C.F., Thaler R.H. Standing United or Falling Divided? High Stakes Bargaining in a TV Game Show. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2015, Vol. 105(5), pp. 402–407
21. Wang X. L., Shi K., Fan H. X. Psychological mechanisms of investors in Chinese Stock Markets. *Journal of Economic Psychology*, 2006, Vol. 27, pp. 762-780
22. Willebrands D., Lammers J., Hartog J. A successful businessman is not a gambler. Risk attitude and business performance among small enterprises in Nigeria. *Journal of Economic Psychology*, 2012, Vol. 33, pp. 342-354