

Тетяна КІЗИМА

## ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ У КОНЦЕПЦІЯХ КЛАСИЧНОЇ ТА ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ ТЕОРІЙ

---

*Обґрунтовано сутність та досліджено історію виникнення і розвитку поведінкових фінансів у концепціях класичної та інституціональної теорій. Охарактеризовано основні теорії поведінкових фінансів (“теорія перспектив”, “теорія поведінки інвесторів”, “теорія шумової торгівлі”, “теорія ефективності операцій трейдера”). Доведено взаємозв’язок між особливостями людської психології та проблемами ринкової поведінки інвесторів.*

---

Формування людини як найважливішого суб’єкта економічної діяльності обумовлене тривалою еволюцією усієї економічної системи, а існування сучасної цивілізації є, по суті, апогеєм безперервного розвитку самої людини та її потреб. Відтак, багато видатних мислителів та учених минулого і сучасності досліджували вплив людського чинника на економічні відносини у суспільстві. Адже саме людина є тим важливим суб’єктом економічної системи, який своїми активними діями впливає на її розвиток і вдосконалення.

Дослідженню найрізноманітніших аспектів економічної поведінки індивідів присвятили свої праці відомі учені: Л. Вальрас, Т. Веблен, Ф. Маршалл, Ж.-Б. Сей, А. Сміт, М. Фрідмен. Вагомий внесок у розвиток теорії поведінкових фінансів здійснили Г. ле Бон, Дж. К. Гелбрейт, Д. Канеман, А. Тверські, К. Френч, Дж. Ходжсон, А. Шлейффер. Однак необхідно зазначити, що в Україні такий напрямок фінансової теорії і практики, як поведінкові фінанси, на жаль, не набув достатнього розвитку.

Відтак метою статті є дослідження генезису та еволюції поведінкових фінансів як перспективного напрямку наукових досліджень в Україні.

Насамперед зазначимо, що упродовж двох останніх століть науковці намагаються узагальнити і формалізувати основні закономірності в поведінці індивідів. Ці спроби знайшли своє відображення у концепціях “людини економічної”.

Уперше вчення про людину як самостійну, економічно незалежну особистість, яка є рушійною силою національної економіки, розробив класик англійської політичної економії Адам Сміт [1]. Основні теоретичні положення про “гомо економікус” (“людину економічну”), розроблені вченим, були взяті на озброєння представниками класичної школи економічної науки і не втрачають своєї актуальності донині.

Розглядаючи економічну природу людини, Адам Сміт виділяв насамперед інтереси, спонукальні мотиви до господарської і комерційної діяльності, зазначаючи при цьому, що особистий інтерес індивіда відіграє основну роль у мотивації його економічної діяльності, а матеріальним носієм особистого інтересу є грошовий дохід (матеріальний зиск). За словами Альфреда Маршалла, основним спонукальним мотивом, який найбільш сильно і найбільш стійко впливає на поведінку людей, є “певна

кількість грошей, саме цей визначений і точний грошовий вимір найбільш стійких стимулів в господарському житті дозволив економічній науці випередити всі інші науки, котрі досліджують людину” [2, 68–69]. Відтак головною метою господарської діяльності “людини економічної” в умовах ринку є максимізація прибутку (збагачення).

В унісон класикам інституціоналіст Джон Кеннет Гелбрейт зазначав: “Економісти здавна беззаперечно стверджували, що жоден мотив людської поведінки не може зрівнятися за силою з прагненням до особистої вигоди... Твердження про те, що люди прагнуть до максимізації свого доходу, тобто до того, щоб досягнути найбільшої грошової вигоди для себе, приваблює відсутністю сентиментальності” [3, 159–160].

Безумовно, представники класичної теорії розуміли, що економічне спілкування і конкуренція між багатьма членами суспільства не завжди можуть бути доброзичливими і взаємовигідними, проте саме вони є рушійною силою матеріального виробництва, обміну і розподілу матеріальних благ. Відповідно до відомої формули “laissez faire” (що означає вільний розвиток суспільства і людини в ньому), прагнення окремих осіб до власного збагачення і наживи спрямовується “невидимою рукою” економічного змагання і конкуренції. В цих умовах загальні інтереси реалізуються скоріше й ефективніше, ніж тоді, коли людина намагається безпосередньо керуватися тільки власною економічною вигодою. Відтак, переслідуючи власні інтереси, людина нерідко працює ефективніше на благо всього суспільства.

Основні характеристики “людини економічної”, виокремлені зарубіжними вченими, подані в табл. 1.

Таким чином, можемо зробити висновок про те, що спільною рисою базової моделі “економічної людини” у наведених

вище концепціях є абсолютизація особистого інтересу та посилення раціоналізму в економічній поведінці. Саме раціональність і логічність “людини економічної” дозволяли ученим формалізувати її фінансову поведінку із застосуванням різноманітних математичних моделей.

Однак наприкінці XIX століття з розвитком економічної течії інституціоналізму принцип раціональності в економічній поведінці людини уже не вважався абсолютним. Представники інституціональної теорії (Т. Веблен, Дж. Гобсон, Д. Коммонс, У. Мітчелл, Д. Норт, Дж. Ходжсон), звичайно ж, не заперечували того факту, що саме завдяки раціональним економічним діям були досягнуті (і ще будуть досягнуті у майбутньому) значні успіхи у розвитку економіки, підвищенні її ефективності та піднесенні матеріального добробуту людей. Водночас, учені зазначали, що у своїх крайніх вираженнях раціоналізм і економічна свобода породжують ірраціональні форми поведінки, які є негативними і небажаними щодо суспільства, природи і людини (нерідко це ставить під загрозу навіть саме існування людини, наприклад, через екологічні проблеми).

Якщо сутність неокласичного підходу до дослідження ролі людини в економічній системі у найзагальнішому вигляді можна виразити тезою: неокласична теорія у своїй основі є теорією індивідуального вибору, або теорією прийняття індивідуальних рішень в умовах повної визначеності і раціональності [5, 13], то сутність інституціонального підходу полягає в акцентуванні уваги на нормах, правилах і стереотипах мислення, які здійснюють вплив на поведінку людей в реальному просторі. Як стверджують Л. Євстігнеєва та Р. Євстігнеєв, кредо класичного інституціоналізму полягало у визнанні індивіда у всій його історичній реальності основним елементом економічної системи [6, 97].

**Основні положення концепцій “економічної людини” у трактуваннях зарубіжних економістів XVIII-XXст.\***

Автор концепції	Основні характеристики “економічної людини”
А. Сміт	<ul style="list-style-type: none"> <li>– особисті інтереси – явище закономірне і нормальне;</li> <li>– реалізація особистого інтересу за посередництва “невидимої руки” сприяє зростанню суспільного блага;</li> <li>– основні соціальні ролі “економічної людини” – виробник, споживач, власник;</li> </ul>
Ж.-Б. Сей	<ul style="list-style-type: none"> <li>– в економічній сфері люди керуються виключно принципом особистої вигоди;</li> <li>– переслідуючи особисті інтереси, “економічна людина” намагається об’єднувати зусилля з іншими учасниками ринку;</li> <li>– “економічна людина”-споживач у більшості випадків поводить нерационально;</li> </ul>
І. Бентам	<ul style="list-style-type: none"> <li>– цільова функція “економічної людини” – “найбільше щастя для найбільшої кількості людей”;</li> <li>– особистісна характеристика “економічної людини” – пасивний споживач, який прагне до насолоди;</li> </ul>
Ж.-Ш. Сімонді	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” має не лише матеріальні, але й духовні потреби;</li> <li>– основні соціальні ролі “економічної людини” – виробник, інвестор, споживач;</li> </ul>
Л. Вальрас	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” – компетентний раціоналіст, який максимізує корисність;</li> </ul>
К. Менгер	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” поводить раціонально;</li> <li>– єдність особистих і суспільних інтересів;</li> </ul>
А. Маршалл	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” раціональна і некорислива, яка послідовно прагне до реалізації поставленої мети;</li> <li>– кожен переслідує свої власні інтереси та ігнорує інтереси інших;</li> <li>– особистісні характеристики “економічної людини” – самостійність, упевненість у собі, уміння швидко приймати рішення, далекоглядність;</li> </ul>
Т. Веблен	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” не є раціональною і налаштована на суперництво;</li> <li>– основна соціальна роль “економічної людини” – споживач, причому споживання – це не лише спосіб задовольнити власні потреби, але й можливість заявити про свій соціальний статус;</li> <li>– інстинкти – причина демонстративної поведінки і демонстративного марнотратства;</li> </ul>
В. Парето	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” – послідовна і строго слідує логіці вибору;</li> <li>– усі індивіди, прагнучи до власної вигоди, досягають взаємної рівноваги інтересів та вигід, однак при цьому жоден особистий інтерес не може бути зреалізованим без нанесення шкоди іншим;</li> </ul>
Дж. М. Кейнс	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” недостатньо поінформована і частково володіє раціональністю;</li> </ul>
Й. Шумпетер	<ul style="list-style-type: none"> <li>– особистісні характеристики “економічної людини” – підприємливість, здатність до творчості, самоцінність прибутку є невеликою;</li> <li>– особисті інтереси та інтереси суспільства можуть частково збігатися, а частково конфліктувати;</li> </ul>
М. Фрідмен	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” діє раціонально, однак мотиви її поведінки невідомі;</li> <li>– існує взаємозв’язок між економічною свободою і свободою суспільства;</li> </ul>
П. Самуельсон	<ul style="list-style-type: none"> <li>– “економічна людина” діє раціонально, однак часто протирічить суспільному інтересу.</li> </ul>

\* Складено на основі [4, 132–135].

Детальніше зупинимось на характеристиці основних методологічних підходів до визначення ролі людини в економічній системі суспільства у контексті інституційної теорії, тому що саме вона, на наш погляд, найбільш повно охоплює найрізноманітніші аспекти людської поведінки та життєдіяльності.

Представники інституціоналізму розглядають вплив інституцій на суспільство, у тому числі й економіку. Особливість інституціоналізму полягає в тому, що його представники не розглядають людину як дещо наперед задане, а вважають, що при дослідженні економічної діяльності обов'язково потрібно враховувати інституціональне і культурне середовище, в якому знаходиться індивід. При цьому необхідно пам'ятати, що не лише люди створюють інститути, але й інститути здійснюють доволі суттєвий вплив на людей [7].

Сучасна популярність інституційної теорії передусім пояснюється певною обмеженістю неокласичної парадигми (визнання абсолютної раціональності та поінформованості індивідів, досконалої конкуренції), яка не звертала уваги на формування та еволюцію інституцій (угод, контрактів, норм, традицій, звичок), котрі сприяють більш точному дослідженню основних мотивів поведінки людини. Однією з визначальних рис ідеології інституціоналізму було прагнення до інтеграції економічної теорії з іншими суспільними науками (соціологією, психологією, антропологією, юриспруденцією). А представники класичних поглядів, досліджуючи сферу фінансів, не завжди враховували соціально-психологічні чинники людської діяльності, що призводило до неточних і недостовірних прогнозів результативності тих чи інших фінансових реформ (за вдалим висловом Джона Кеннета Гелбрейта, представник неокласичної теорії

“не втручається в таємниці домашнього господарства” [3, 373]).

Оскільки інституціоналізм зароджувався значною мірою як реакція на недоліки неокласичної теорії, детальніше зупинимось на порівняльній характеристиці основних постулатів цих двох течій економічної науки у контексті дослідження ними економічної поведінки людини та домогосподарства в ринковій економіці.

По-перше, неокласична теорія розглядає індивіда і домогосподарство як тотожні поняття; відповідно, не досліджує відносини всередині самого домашнього господарства. Тобто, домогосподарство, як і фірма, в неокласичній теорії є “чорним ящиком”. А Джон Кеннет Гелбрейт зазначає, що в неокласичній моделі домашнє господарство є “витонченим засобом для маскуваннн ролі жінок” [3, 368], які поступаються першістю у прийнятті рішень чоловікам; як окремих споживач, домогосподарство не допускає вираження індивідуальності його членів і їхніх особистих переваг, а вимагає підкорення, як правило, головному отримувачу доходу. Інституціональна ж теорія велику увагу приділяє внутрішній структурі домогосподарства, мотивам його створення, меті діяльності; при цьому індивід і домогосподарство не ототожнюються. Домогосподарство інституціоналісти розглядають як групу людей, об'єднаних спільним завданням відтворення людського капіталу, місцем проживання, бюджетом і сімейно-родинними зв'язками. В основі домашнього господарства знаходяться відносини власності, а права контролю над спільною економічною діяльністю делегуються одному із членів (як правило, главі сім'ї). На діяльність домогосподарства суттєвий вплив здійснює зовнішнє соціально-економічне та інституціональне середовище.

По-друге, в неокласичній теорії домогосподарство є господарюючим суб'єктом, який діє повністю раціонально, що знаходить своє вираження в оптимізуючій поведінці. Домогосподарство, за неокласиками, функціонує в умовах відсутності невизначеності, тобто результати його діяльності або достеменно відомі, або точно не відомі, проте можуть бути описані за допомогою імовірнісних розподілів. Інституціоналісти ж визнають невизначеність однією з найважливіших характеристик зовнішніх умов, з якими стикається домогосподарство в процесі своєї господарської діяльності. Скажімо, при прийнятті фінансових рішень, пов'язаних з інвестуванням коштів, домогосподарства стикаються з ситуаціями, за яких неможливо навіть за допомогою імовірнісних розподілів оцінити майбутні результати теперішнього вибору (наприклад, в якій формі здійснювати заощадження). Тому домогосподарства часто орієнтуються на "думку натовпу", який, можливо, володіє кращими знаннями. Інколи домогосподарства діють неусвідомлено, що абсолютно не відповідає раціональній поведінці. В реальному житті домогосподарства нерідко стикаються з ситуаціями, в яких немає можливості для оптимізації. Дж. Ходжсон до таких ситуацій відносить [8, 41–43]:

– масштабність інформації (ситуація, за якої наявної інформації є так багато, що домогосподарство не в змозі її опрацювати, адже навіть попри доступність інформації, її засвоєння вимагає досить значних затрат часу і праці. Типовим прикладом такої ситуації може бути вибір індивідом споживчих благ у супермаркеті, де доводиться вибирати між сотнями сортів різноманітних видів продукції, внаслідок чого неможливо прийняти повністю раціональне рішення, оскільки практично нереально опрацювати весь масив даних);

– складність інформації (ситуація, за якої обсяг інформації не є надто великим, проте члени домогосподарства на даний момент часу не володіють відповідним рівнем кваліфікації для її опрацювання. В цих умовах існує розрив між складністю середовища, в якому приймаються рішення, й аналітичними та обчислювальними здібностями індивіда. Прикладом означеної ситуації може слугувати придбання окремих благ зі складними технічними характеристиками (комп'ютери, відеокамери, автомобілі тощо);

– невизначеність (нестача інформації або її відсутність стосовно майбутніх результатів дій, здійснюваних в даний момент. Скажімо, при придбанні цінних паперів члени домогосподарства не можуть стовідсотково спрогнозувати свій майбутній дохід).

У практичному житті домогосподарство майже постійно стикається з будь-якою із зазначених вище ситуацій. Наприклад, діючи на ринку праці, члени домогосподарства не в змозі отримати усю інформацію про наявність доступних вакансій і спрогнозувати майбутню динаміку кон'юнктури у цій сфері. На ринку споживчих благ громадяни не мають можливості опрацювати усю наявну інформацію про величезну кількість товарів і послуг. На фінансовому ринку серед розмаїття фінансових активів домогосподарство не може точно спрогнозувати майбутню дохідність кожного з них. Вищенаведені ситуації свідчать про те, що поведінка домогосподарств, з точки зору інституціональної теорії, у більшості випадків також не є оптимізуючою.

По-третє, неокласична теорія допускає, що домогосподарство в змозі обробити будь-яку кількість інформації, тобто передбачає досконалість рахунково-когнітивних здібностей домогосподарств. Інституціоналісти ж стверджують, що рахункові і когнітивні здібності

домогосподарств не є досконалыми, а можливості їх членів щодо збору і опрацювання інформації є обмеженими.

По-четверте, неокласики вважають, що домогосподарство не порушує формальних правил гри і моральних норм, і, тим самим, не обмежує права окремих господарюючих суб'єктів та, водночас, не намагається будь-що задовольнити інтереси інших домогосподарств чи суспільства в цілому (таку поведінкову установку називають "простим слідуванням особистим інтересам"). Інституціоналісти ж більш широко трактують цей так званий аспект "ступеня егоїзму", вказуючи на такі його особливості. З одного боку, поведінка домогосподарства доволі часто характеризується опортунізмом, тобто порушенням формальних і неформальних "правил гри". З іншого боку, поведінка домогосподарств характеризується "слухняністю", за якої переслідування ними особистого інтересу переважається намаганням відповідати інтересам інших суб'єктів чи суспільства загалом. Таке намагання може бути викликано страхом невідповідності поведінкових норм даної соціальної групи або суспільства (одним із найхарактерніших прикладів є "демонстративне споживання", описане Т. Вебленом) чи альтруїстичними міркуваннями. Зі "слухняністю" тісно пов'язана роль звичаїв як елемента тиску суспільства або соціальної групи на окремі домогосподарства.

Таким чином, можемо стверджувати, що неокласична теорія аналізує діяльність домогосподарств за допомогою чітких формалізованих моделей (тобто характеризується інструменталізмом), однак вона певною мірою позбавлена реалістичності. В цьому і полягає головна претензія до неокласичної теорії з боку представників інституціоналізму.

Переваги інституціонального аналізу діяльності домогосподарств порів-

няно з неокласичним особливо яскраво виявляють себе в перехідних економіках, адже саме в цей період досить часто мають місце відхилення від ринково орієнтованої поведінки домашніх господарств, які можна визначити наступним чином:

– поведінка, орієнтована на "домашню економіку". Це означає, що домогосподарство прагне до повної відособленості від інших господарюючих суб'єктів (за винятком родичів, друзів, сусідів). Продукти харчування, одяг та інші життєво важливі блага або виробляються самим домашнім господарством, або забезпечуються через відносини взаємодопомоги з іншими домогосподарствами;

– поведінка, орієнтована на "ієрархічну економіку". Така поведінка передбачає нерівноправні відносини конкретного домогосподарства з іншими суб'єктами. Вони мають місце в ієрархічній соціальній системі (наприклад, у кастовому суспільстві). Тут важливим є те, що нерівноправність може бути не стільки наслідком відповідних формальних правил гри (правових норм), скільки продуктом соціально-психологічних установок;

– поведінка, орієнтована на "тіньову економіку". До такого типу поведінки відносять будь-які дії, так чи інакше пов'язані з порушенням формальних правил гри: від простого приховування доходів від оподаткування, до діяльності, яка порушує статті Кримінального кодексу [9, 22–23].

Перераховані форми відхилення від ринково орієнтованої поведінки є поведінковими нормами, відповідно, в "натуральній економіці", "плановій економіці" і "кримінальній економіці". Залежно від того, котра з цих орієнтацій домінує, складаються передумови для становлення в суспільстві відповідної економічної системи.

Також необхідно зазначити, що інституціональна теорія дає можливість

проаналізувати таке доволі поширене в окремих суспільствах явище, як “неправова свобода”, суть якого полягає в тому, що люди вільно намагаються реалізувати свої права, утискаючи права інших, порушуючи таким чином формальні правила гри. Інституціоналізація “неправової свободи” призводить до того, що порушення законів стає соціальною нормою, а законслухняна поведінка – відхиленням від цієї норми (зрозуміло, що така практика наближає будь-яку економічну систему не до цивілізованої ринкової економіки, а до псевдоринкового господарства кримінального типу).

Саме в рамках інституціонального підходу зростає особлива значимість ролі середнього класу у становленні справжньої ринкової економіки. З інституціональної точки зору, середній клас можна визначити як прошарок людей, який виконує формальні правила гри (на відміну від “вищих класів”, які ці правила розробляють і закріплюють законодавчо, та “маргінальних класів”, які ці правила порушують) [9, 26].

Відтак, вважаємо, що інституціональна теорія має великі переваги і потужний потенціал для використання її при дослідженні економічних процесів загалом та фінансових відносин зокрема. Підтвердженням цьому слугує нова хвиля інтересу до надбань інституціоналізму, яка останнім часом спостерігається серед зарубіжних та вітчизняних учених.

Під впливом перелічених вище чинників у другій половині ХХ ст. у фінансовій науці виокремився новий напрям досліджень – поведінкові фінанси, які “враховують ірраціональну природу поведінки інвесторів і фінансистів на ринку в умовах невизначеності і ризику при прийнятті рішень фінансово-інвестиційного характеру” [10, 90]. Саме поведінкові фінанси значною мірою пояснюють проблему невідповідності теорії, заснованої на раціональності, з

одного боку, і реальної практики – з іншого. Адже доволі часто найбільш успішні учасники фінансового ринку демонструють абсолютно “нераціональну” поведінку.

Один із перших прикладів нераціональної поведінки, який детально досліджений французьким соціологом Гюставом ле Боном [11], отримав назву “ефект натовпу”. Учений довів, що люди, групуючись, стають одним цілим і починають поводитися зовсім не так, як вони діяли б наодинці. Слідування за натовпом – давня проблема людства. “Кожна окрема людина цілком розсудлива і тверезомисляча, але у натовпі вона одразу стає телепнем”, – застерігав Фрідріх Шиллер. Досить часто люди піддаються сторонньому впливові, навіть коли переконані, що джерело цього впливу є некомпетентним у даному питанні. Причому результати досліджень доводять, що близько 35% присутніх у групі людей дотримуються думки цієї ж групи (навіть, якщо не згодні з нею). Однак ситуація змінюється, якщо хоча б одна людина починає суперечити цій думці. Тоді згадані 35% членів групи цілком готові підтримати нову точку зору [12].

“Ефект натовпу” дуже яскраво виявляється на ринках (класичними прикладами є “тюльпаноманія” 1636 р. і каліфорнійська “золота лихоманка” 1840 р.). Відтак, це дає підстави фахівцям стверджувати, що “усі крайні, різкі зміни цін, які відбуваються в моменти, коли ринок сягає максимальних і мінімальних значень, пов’язані саме з поведінкою натовпу” [10, 90].

Стосовно фінансових ринків означений ефект отримав назву “ефекту інформаційного каскаду”. “Те, що реєструють під час коливань на фондовому ринку, – не події, а людська реакція на ці події. Ніколи не слідуйте за натовпом”, – застерігав Бернард Барук. Дійсно, досить часто інвестор приймає рішення, спостерігаючи за діями інших учасників ринку

та імітуючи їх. Адже в умовах обмежених можливостей своєчасного отримання та обробки доволі великої кількості фінансової інформації слідування за поведінкою натовпу інколи може виявитися єдиним способом вирішення проблеми вибору в ситуації невизначеності [10, 90–91]. Тому “проникнення в психологію натовпу допомагає краще зрозуміти поведінку фінансових ринків”, – переконував Гордон Пеппер.

За результатами аналізу дохідності акцій на Нью-Йоркській біржі у 1953–1977 рр. Кеннет Френч виявив “ефект вихідного дня” (пізніше – “ефект дня тижня”) [13]. На більшості розвинених ринків спостерігається систематичне зниження ділової активності трейдерів і, відповідно, зниження дохідності акцій у певні дні тижня. Скажімо, для США, Великобританії, Канади, Німеччини, Італії, Бразилії характерним є “ефект п’ятниці”. В Японії, Франції, Австралії, Гонконзі, Сінгапурі спостерігається “ефект вівторка”. Для російського фондового ринку характерними є одночасно “ефект п’ятниці” (найвища ділова активність і дохідність) і “ефект середи” (від’ємна дохідність акцій), що є своєрідною “російською національною особливістю”.

Яскравим прикладом нераціональної поведінки є також явище “ілюзії контролю”. Досить часто у людини може виникати впевненість у тому, що кінцевий результат залежить саме від її здібностей (тобто виникає свого роду “ілюзія контролю” над ситуацією), і людина, відповідно, схильна брати на себе значно більший ризик, пов’язаний із цією ситуацією. Скажімо, “ілюзія контролю” може вплинути на рішення інвестора брати або не брати участь у тій чи іншій фінансовій операції, а також на обсяг коштів, якими він готовий ризикнути.

Із явищем “ілюзії контролю” тісно пов’язаний “ефект надмірної впевненості” у власних силах і здібностях, який також приховує у собі низку небезпек для

інвестора. Так, самовпевнені гравці ринку, сподіваючись отримати надприбутки зі своєї, як вони вважають, прекрасної поінформованості, ажіотажно скуповують чи продають акції, знаючи, що стратегії, засновані на високих оборотах торгівлі, працюють гірше за стратегії, які засновані на придбанні та зберіганні акцій [10, 95].

Виникнення поведінкових фінансів як самостійного напрямку фінансової науки учені пов’язують із опублікуванням праць Вернера де Бонда і Річарда Тейлора [14] та Херша Шефріна і Мейєра Статмана [15], присвячених дослідженню впливу психологічних факторів на рух біржових котировань і отримувану інвесторами дохідність. Пізніше учені-фінансисти, стикаючись із неспроможністю пояснення багатьох явищ на фінансових ринках у рамках класичних теорій, почали активно досліджувати взаємозв’язок між особливостями людської психології та проблемами ринкової поведінки інвесторів. “Економіст може намагатися не надавати особливого значення психології, проте абсолютно неможливо не звертати увагу на людську природу” [16, 115], – переконані науковці.

На наш погляд, найбільший інтерес з практичної точки зору становлять такі теорії поведінкових фінансів, як “теорія перспектив”, “теорія поведінки інвесторів”, “теорія шумової торгівлі” і “теорія ефективності операцій трейдера”.

“Теорія перспектив” сформувалася в результаті критичних оцінок ученими “теорії очікуваної корисності” і “теорії раціональних очікувань”. Так, отримані Данієлом Канеманом і Амосом Тверські [17] результати проведених ними експериментів стосовно вибору учасниками альтернативних варіантів в умовах невизначеності і ризику підтвердили наявність таких явищ:

– “ефект визначеності” – надання переваги меншому за обсягом, проте більш



гарантованому доходу порівняно з більшим за обсягом, однак менш імовірнісним доходом. Це означає, що інвестор надає перевагу подіям чи результатам, які точно відомі заздалегідь, відносно результатів і подій, які є просто імовірними;

– “відраза до втрат” – поведінка, яка тісно пов’язана з “ефектом визначеності” і свідчить про те, що негативні емоції людини, жаль за втратою певного доходу є набагато (приблизно у два з половиною рази) більшими від позитивних емоцій, пов’язаних із почуттям задоволення від виграшу. На практиці це означає, що, приймаючи рішення, результати яких є невизначеними, інвестори (особливо консервативні) вибирають, як правило, такі варіанти розвитку подій, щоб шанс уникнути ймовірних втрат був найвищим;

– “ефект капкану” – ситуація, коли інвестор, вклавши гроші та затративши певні зусилля і час в якийсь проект, приймає рішення продовжувати робити це заради своїх первинних вкладень, хоча його перспективи суттєво погіршилися. Намагання надто довго тримати у своїх портфелях активи, які не приносять прибутку, і надто швидко продавати потенційно прибуткові активи, також є характерним для інвесторів, особливо початківців. Дія “ефекту капкану” підтверджується результатами торгів, згідно з якими торгівельна активність прибутковими акціями значно перевищує торгівельну активність збитковими акціями, що пояснюється бажанням інвесторів компенсувати втрати.

“Теорія поведінки інвесторів” знайшла своє відображення в “ефекті консерватизму”, суть якого проявляється у надто повільній зміні людиною власних переконань під впливом нової інформації. Це означає, що коли людина має певну попередню сформовану думку стосовно конкретного об’єкта, то нова інформація, яка протирі-

чить усталеним уявленням, спершу сильно недооцінюється або взагалі ігнорується. Відтак, потрібно не менше 2–5 нових свідчень (залежно від ситуації) однієї і тієї ж спрямованості, щоб ці уявлення вдалося змінити. Американський економіст Андрій Шлейфер [18] пояснив цю закономірність консерватизмом мислення і неправильним застосуванням на практиці моделей теорії ймовірності. “Ефект консерватизму” виявляється як в недостатній реакції на негативну інформацію (запізніла або обмежена реакція на котру досить часто призводить до втрат), так і на позитивну інформацію (коли сподівання на збереження позитивного тренду в майбутньому призводять до переоцінки фінансових інструментів і зниження доходу їхніх власників).

З “ефектом консерватизму” певним чином пов’язаний “ефект компетентності”, який доводить, що інвестори схильні більше ризикувати у тих сферах, де вони вважають себе більш компетентними, незалежно від того, чи зможуть їхні поінформованість та професіоналізм якимось чином вплинути на ймовірність того або іншого результату.

“Теорія шумової торгівлі” виникла як результат постійної наявності на ринку неперевірених даних, слухів, порад “експертів”, які насправді такими не є і яких називають “шумовими трейдерами” (з цього приводу економісти навіть жартують: “Якщо ви не прислухаєтеся до думки експертів, то ви – неінформовані. Якщо ж ви прислухаєтеся до думки експертів, то ви – дезінформовані”). В таких умовах фінансові операції досить часто здійснюються не на підставі достовірної та своєчасної інформації, а на підставі “шуму”. В результаті раціональні учасники ринку (“інформаційні трейдери”) конкурують на ринку з ірраціональними учасниками (“шумовими трейдерами”) і заробляють на них додатковий прибуток. Безумовно, що такого прибутку не було б, якби

фінансові операції здійснювалися виключно на основі достовірної інформації.

“Теорія ефективності операцій трейдера” обґрунтовує кореляційний зв’язок між психологічними якостями трейдера й успішністю його професійної діяльності [19]. Причому коефіцієнт кореляції рівня трейдерного оптимізму (який передбачає наявність в учасника ринку таких рис характеру, як здатність абстрагуватися від власних емоцій; наявність адекватної самооцінки; здатність відчувати індивідуальний бар’єр допустимого ризику і граничні значення капіталу, яким можна ризикувати; уміння уникати психологічної прив’язки до конкретних фінансових інструментів; здатність відмовитися від поточного прибутку заради довгострокової перспективи; уміння передбачати й оцінювати багатоваріантність поведінки ринку) з рівнем професійної успішності (кількістю успішних фінансових операцій) становить майже 1.

Поведінкові фінанси пов’язані також із дією так званого “ефекту якоря”, суть котрого полягає у тому, що людина оцінює ту чи іншу ситуацію залежно від інформації, яка була представлена їй увазі раніше, і яка стає своєрідним “якорем”. “Ефект якоря” активно застосовують під час продажу товарів і послуг, у тому числі і фінансових. Так, продавці доволі часто пропонують клієнту спочатку більш дорогий товар чи послугу, поступово переходячи до дешевших. Клієнт у такій ситуації починає вважати наступний товар (чи послугу) більш вигідним, оскільки підсвідомо порівнює його ціну з першим екземпляром, ціна котрого стала для покупця певним “якорем”.

Серед сукупності теорій поведінкових фінансів важлива роль належить “парадоксу Алле”, який заперечує основні принципи “теорії очікуваної корисності”. Зміст “теорії очікуваної корисності” полягає у тому, що за необхідності вибору однієї з альтерна-

тив економічний суб’єкт завжди вибирає альтернативу з найбільшою очікуваною корисністю. Відомий експеримент французького економіста Моріса Алле [20] довів відносність і неоднозначність цієї теорії. Суть експерименту полягала у виборі учасником однієї перспективи із двох:

*Перспектива А:*

*“Виграш 4000 з імовірністю 0,8 і виграш 0 з імовірністю 0,2”;*

*Перспектива Б:*

*“Виграш 3000 з імовірністю 1”.*

За результатами експерименту близько 80% учасників вибрали перспективу Б, хоча результативність двох перспектив була приблизно однаковою (*Перспектива А:  $4000 \cdot 0,8 + 0 \cdot 0,2 = 3200$ ; Перспектива Б:  $3000 \cdot 1 = 3000$* ).

Відтак аналіз основних концепцій поведінкових фінансів засвідчує, що усі вони – зарубіжного походження. Це пояснюється тією обставиною, що в Україні радянського і пострадянського періодів дослідження фінансової поведінки населення взагалі не проводили, за винятком хіба що окремих аспектів його ощадної поведінки.

Однак сьогодні усе більше вітчизняних науковців звертаються до надбань теорії поведінкових фінансів, і ми переконані, що інтерес до цього розділу фінансової науки зростатиме і в майбутньому. Адже поведінкові фінанси – це свого роду “рекомендація” учасникам ринку щодо того, як поводитися на ньому переважна більшість інвесторів та чого слід очікувати, і що робити, щоб максимізувати свої вигоди та збільшити дохід.

Поведінкові фінанси, будучи відносно новим напрямом фінансової науки, який поєднує поведінкові та когнітивні теорії з традиційним підходом до фінансів, пояснюють мотиви та чинники прийняття людьми нерациональних

фінансових рішень. Отож, форми і шляхи вирішення проблеми адаптації людини до економічного середовища, в якому вона живе, слід шукати як поза самим індивідом, так і всередині людської особистості.

Насамкінець зазначимо, що охарактеризовані вище моделі поведінки “людини економічної” є лише небагатьма з численних ефектів та аномалій, які в сукупності представляють феномен нерациональної поведінки учасників економічних ринків. Неможливість пояснити таку поведінку з точки зору класичної теорії все частіше спонукає науковців до пошуку взаємозв'язку між економічною наукою та психологією. Відтак для успішної діяльності у підприємницькому, маркетинговому, інвестиційному і фінансовому середовищі вже недостатньо використовувати такі ортодоксальні моделі, як стандартні підходи до рівноваги попиту і пропозиції та макроекономічні теорії. Провідні компанії і фахівці все частіше звертаються до аналізу психологічних особливостей нерациональної поведінки як окремих людей, так і цілих суспільств. Вважаємо, що дослідження психологічних аспектів у межах фінансової поведінки суттєво підвищуватиме ефективність економічної діяльності та успішність стратегій суспільного розвитку загалом.

### Література

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / Предисл. В. С. Афанасьева; Пер. с англ. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).
2. Маршалл А. Основы экономической науки / Предисл. Дж. М. Кейнса; Пер. с англ. В. И. Бомкина, В. Т. Рысина, Р. И. Столлера. – М.: Эксмо, 2008. – 832 с. – (Антология экономической мысли).
3. Гелбрейт Дж. К. Новое индустриальное общество. Избранное. – М.: Эксмо, 2008. – 1200 с. – (Антология экономической мысли).
4. Ващенко Т. В. Использование теории поведенческих финансов в процессе принятия финансовых решений: дис. ... канд. экон. наук по спец. 08.00.10. – М., 2007.
5. Шаститко А. Е. Новая институциональная экономическая теория. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002. – 591 с.
6. Евстигнеева Л., Евстигнеев Р. Проблема синтеза общезкономической и институционально-эволюционной теорий // Вопросы экономики. – 1998. – №8. – С. 97–113.
7. Ходжсон Дж. Какова сущность институциональной экономической теории? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.institutional.boom.ru/history\\_method/Hodson](http://www.institutional.boom.ru/history_method/Hodson)
8. Ходжсон Дж. Привычки, правила и экономическое поведение // Вопросы экономики. – 2000. – № 1. – С. 39–55.
9. Экономические субъекты постсоветской России (институциональный анализ) / Под ред. д. э. н., проф. Р. М. Нуреева. – В трех частях. – Часть 1. Домохозяйства в современной России: Монография. – 2-е изд., исправ. и дополн. – М.: Московский общественный научный фонд, 2003. – 218 с.
10. Ващенко Т. В., Лисицина Е. В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // Финансовый менеджмент. – 2006. – № 1. – С. 89–98.
11. Le Bon G. The Crowd / G. le Bon. – New York: Penguin Books, 1977.
12. Гладченко А. Поведенческие финансы. О том, почему человек далеко не всегда принимает рациональные решения [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.biztimes.ru/index.php?artid=1123>

13. Fama E.F., French Kenneth R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value // *Journal of Finance*. – 1998. – June. – №3. – Vol. 53.

14. De Bond W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? // *Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – P. 793–808.

15. Shefrin H., Statman M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence // *Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – P. 777–790.

16. Твид Л. Психологія фінансов. – М.: ИК “Аналитика”, 2002. – 376 с.

17. Kahneman D., Tversky A. Belief in the Law of Small Numbers // *Psychological Bulletin*. – 1971. – Vol. 2. – P. 105–110.

18. Shleifer A. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. – Oxford: Oxford University Press, 2000.

19. Rotella R. *The Elements of Successful Trading*. – New York: Wiley, 1993.

20. Allais M. Le comportement de l'homme rationel // *Econometrica*. – 1953. – Vol. 21. – P. 503–546.