

УДК 336.011:330.567.2

Надія ШАМАНСЬКА,
Олена ШАМАНСЬКА

ТЕОРІЯ ПОВЕДІНКОВИХ ФІНАНСІВ: ГЕНЕЗИС ТА ЕВОЛЮЦІЯ

Розглянуто необхідність дослідження поведінкових фінансів як самостійного напрямку сучасної фінансової науки. Висвітлено основні теорії та етапи становлення і розвитку поведінкових фінансів. Виявлено окремі аспекти впливу поведінкових фінансів на фінансову поведінку домогосподарств з визначенням ролі спонукальних мотивів і психологічних факторів під час вибору індивідами моделі фінансової поведінки та прийнятті ними інвестиційних рішень. Обґрунтовано необхідність подальшого дослідження поведінкових стратегій індивідів у сучасній фінансовій науці.

Ключові слова: поведінкові фінанси, ірраціональність, фінансова поведінка, індивідуальні рішення, фінансові ринки.

Надежда ШАМАНСКАЯ, Елена ШАМАНСКАЯ

Теория поведенческих финансов: генезис и эволюция

Рассмотрена необходимость поведенческих финансов как самостоятельного направления современной финансовой науки. Проанализировано основные теории и этапы становления и развития поведенческих финансов. Виявлено отдельные аспекты влияния поведенческих финансов на финансовое поведение домохозяйств с выделением роли побуждающих мотивов и психологических факторов во время выбора индивидами модели финансового поведения и принятии ими инвестиционных решений. Обоснована необходимость дальнейшего исследования поведенческих стратегий индивидов в современной финансовой науке.

Ключевые слова: поведенческие финансы, иррациональность, финансовое поведение, индивидуальные решения, финансовые рынки.

Nadija Shamanska, Olena Shamanska

Theory of behavioral finances: genesis and evolution

The authors show the necessity of behavioral finances as autonomous direction of modern financial science. Basic Western theories and stages of formation and development of behavioral finances are described. The author analyses the problem of population's investment decisions taking under the influence of behavioral factors and shows their results on micro- and macro levels. It is stated the peculiarities of modern investigations in the sphere of behavioral finances. The article examines the importance of using results of psychological researches in the individual's behavior. The problem of financial market destabilization within behavioral factors is evaluated. Groups of behavioral factors towards investment decisions which are taken by the population are described. Effects which are determined by investor's behavior in the conditions of uncertainty and risk are offered.

The authors determine how behavioral finances influence on households financial behavior; evaluate role of driving motives and psychological factors when individuals chose their model of financial behavior and taking of investment decisions. The necessities of further investigation within behavioral strategies of individuals and vectors of behavioral approach development in modern financial study are offered.

Key words: *behavioral finances, irrationality, financial behavior, individual decisions, financial markets.*

JEL Classification: D11, D13, D14.

Все більшу популярність в сучасній економічній науці отримує біхевіористичний (поведінковий) підхід, зважаючи на те, що біхевіористичні фінанси – це нове поле досліджень, що поєднує поведінкові, когнітивні (пізнавальні) психологічні теорії з економікою та фінансами для того, щоб пояснити, чому люди приймають ірраціональні фінансові рішення.

Причому сутність поведінкових фінансів розкривається безпосередньо через фінансові відносини, які виникають між організаціями, юридичними та фізичними особами, а також безпосередньо між громадянами з приводу залучення, перерозподілу й інвестування фінансових ресурсів відповідно до потреб зацікавлених сторін. Однак доводиться визнати, що інвестиційна складова у формуванні фінансових інтересів, активів і пасивів учасників таких угод є домінуючою. Водночас держава все більш чітко позиціонує себе як активний або пасивний суб'єкт поведінкових фінансів, що засвідчив перебіг й особливості прояву останньої фінансової кризи в різних країнах.

Поведінкові фінанси в контексті їх впливу на фінансову поведінку домогосподарств давно перебувають у полі зору зарубіжних вчених і керівників урядів розвинених країн світу, оскільки соціально-психологічні чинники людської діяльності сприяють більш точному дослідженню основних мотивів поведінки населення. Окремі аспекти поведінкових фінансів як самостійного напрямку фінансової науки стали об'єктом наукових

досліджень російських вчених (Т. Загвоздіна, Г. Гафурова, В. Зелізер, Р. Капелюшников, М. Касьян, В. Комарова, Л. Недашковська, І. Павлов, І. Родионов, А. Фисенко, А. Худокормов) та українських (О. Завора, Т. Кізима, В. Корнеєв, П. Сидоренко).

Проте вивченню цієї проблематики у сучасній вітчизняній економічній літературі належної уваги, на жаль, не приділяється. А вона, на наш погляд, є надзвичайно важливою в сучасних умовах, оскільки біхевіористський підхід зосереджує увагу, насамперед, на психологічних факторах, які є найбільш важливими в поясненні багатьох аспектів фінансової поведінки домогосподарств.

Метою статті є дослідження основних теорій, а також етапів становлення і розвитку поведінкових фінансів як важливого напрямку фінансової науки та обґрунтування необхідності їх подальшого розвитку в сучасних умовах.

Ієрархічна єдність підсистем і ринків в економічній макроструктурі дозволяє трактувати поведінкові фінанси і як специфічну частину експлояційної (тобто неформальної, значною мірою, неофіційної) економіки.

Відтак можна стверджувати, що поведінкові фінанси ґрунтуються на основі самоменеджменту (для фізичних осіб) та поєднано з останнім на дотриманні рестрикційних норм регуляторних актів (для юридичних осіб). Водночас поведінкові фінанси мають деяку розмитість чи невідзначеність, оскільки в них поєднуються по-

ложення різних економічних теорій, норми різних кодексів – господарського, цивільного, корпоративного управління, а також стохастичні моделі ціноутворення та оцінки вартості грошей в часі.

Щодо практичної значимості поведінкових фінансів, то варто зауважити, що їх вивчення дає змогу оцінювати та прогнозувати інвестиційні уподобання як інституційних інвесторів (фінансових установ – професійних учасників ринку), так і безпосередньо інвестиційні настрої домогосподарств (непрофесійних, проте потенційно масових інвесторів), оскільки при цьому оцінюється рівень економічної освіти, фінансової культури, грамотності та обізнаності громадян.

З'ясування підходів зарубіжних і вітчизняних науковців до визначення ролі поведінкових мотивів під час вибору індивідами моделі фінансової поведінки, а також дослідження основних етапів становлення і розвитку поведінкових фінансів дає змогу зрозуміти ті історичні корені, на яких базується цей важливий напрямок сучасної фінансової науки.

Західні теорії поведінкових фінансів розвивалися упродовж кількох етапів і мають свою історіографію.

Програма дій, закладена в працях класиків маржиналістської революції (Л. Вальраса, У. Джевонса, К. Менгера) і реалізована значною мірою плеядою талановитих економістів ХХ століття (К. Ерроу, П. Самуельсоном, М. Фрідменом, Дж. Хіксом та ін.) відкидала психологічні припущення як абсолютно зайві для побудови логічної основи економічної науки.

Важливі теоретичні результати ХХ століття, такі як: ординалістичний варіант теорії корисності та побудована на його основі стандартна теорія вибору споживача (Р. Аллен, В. Паретто, Е. Слуцький, Дж. Хікс); докази існування загальної економічної рівноваги (Ж. Дебре, К. Ерроу та ін.); теорія

виявлених переваг (М. Ріхтер, П. Самуельсон, А. Сен, Х. Хаутеккер) не потребували загалом отримання додаткових знань, окрім припущень щодо пріоритетності цілей індивіда своїм особистим інтересам.

Проте з часом задоволення від отриманих результатів наукових досліджень частково пройшло, оскільки проблем, які потребували нагального вивчення, не зменшилось, а навпаки, додалось. Безумовно, це стало наслідком недостатньої відповідності запропонованих науковцями теоретичних моделей і зроблених з них висновків в умовах реальної дійсності. Відтак, все більше економістів намагалися пояснити те чи інше явище поведінкової психологічної теорії.

Поведінкова економічна теорія символізує зміну стереотипів мислення економістів, використовуючи в аналізі результати психологічних досліджень, які стосуються процесів прийняття індивідами ірраціональних фінансових рішень. Значною мірою це сприяло появі можливості аналізувати проблеми вибору індивіда в умовах ризику та невизначеності, використовуючи вдосконалений теоретичний апарат, який є, з одного боку, більш адаптованим до завдань й можливостей реального життя, а з іншого боку – здатен породжувати значні наукові результати та більш точні передбачення, оскільки включає в себе поняття, які описують характерні схильності, стереотипи поведінки людини при оцінці інформаційних потоків, формуванні суджень та процедурі вибору [1, 15].

У згаданому контексті зауважимо, що класики економічної науки (Е. Бем-Баверк, Ф. Єджуорт, А. Маршал, К. Менгер, А. Сміт, Дж. Кейнс, І. Фішер) приділяли особливу увагу психологічним характеристикам людської поведінки. Їх роботи містять велику кількість міркувань про те, яким чином населення поводить себе на ринку та оцінює здійснювані ним економічні дії. Так, напри-

клад, А. Сміт у своїй праці “Теорія моральних почуттів” (1759 р.) представив докладні обґрунтування поведінки індивіда, виходячи із абсолютно іншого роду спонукальних мотивів – принципів моралі та етики на противагу строгому слідуванню особистим інтересам [1, 16].

Розглядаючи проблему прийняття інвестиційних рішень населенням під впливом поведінкових факторів та їх наслідків на мікро- та макрорівні, варто згадати працю Чарльза Маккея “Спогади про надзвичайні масові помилкові судження і безумство натовпу” (1841 р.), в якій автор описує появу цінних спекулятивних “бульбашок”, які призводили до дестабілізації фондових ринків (один із перших прикладів нерациональної поведінки населення, який в подальшому отримав назву “ефекту натовпу”). Причому це відбувалось в результаті масової істерії населення (найбільш відомими проявами якої були: тюльпаноманія 1636 р. у Нідерландах; каліфорнійська золота лихоманка 1840 р.; криза Південних морів у Великобританії та інших країнах Європи в 20-х роках XVIII століття; фінансова криза впродовж 20-х років XX століття у США). Варто зазначити, що на фінансових ринках цей ефект отримав назву інформаційного каскаду, оскільки в таких випадках інвестор приймає рішення, спостерігаючи за діяльністю більшості учасників ринку та імітуючи їх [2, 135].

Дещо схожі погляди зустрічаються і у книзі французького соціолога Гюстава Ле Бона під назвою “Масова свідомість” (1895 р.), в якій автор аналізує передумови формування та особливості прояву нерациональної поведінки натовпу, розглядаючи його не як збірне поняття, а як окремих організм з унікальними властивостями, які не притаманні індивідам (“ефект натовпу”). На думку дослідника, в натовпі зникає свідомість особистість. Більше того, почуття та

ідеї окремих суб’єктів набувають спільного напрямку, оскільки формується колективна думка, яка має тимчасовий характер і чітко виражені характерні риси. Значною мірою передумовами формування поведінкового, як і будь-якого іншого альтернативного підходу до аналізу функціонування фондових ринків, на думку автора, стали фондові кризи, котрі періодично виникали під впливом факторів, які традиційна теорія пояснити не може, як і запропонувати ефективні механізми протидії останнім. Причому навіть за відсутності впливу натовпу людина може приймати нерациональні рішення (наприклад, в ситуації, коли здається, що є можливість вплинути на хід подій і відповідно на результати операцій). Відтак, можна стверджувати, що індивіди доволі часто схильні приймати випадкові події за контрольовані процеси, перебуваючи під впливом так званої “ілюзії контролю” [3].

Однак доводиться визнати, що, незважаючи на певні наукові доробки, до середини 1960-х років будь-які вагомні дослідження і відкриття, зроблені у сфері поведінкових фінансів, практично були відсутні.

Ретроспективно одним із основоположників теорії поведінкових фінансів є американський психолог російського походження Леон Фестингер, котрий у 1957 р. сформулював теорію пізнавального дисонансу, в основі якої лежало твердження про виникнення в підсвідомості індивіда конфлікту між його переконаннями та припущеннями з реальною дійсністю. Щоб цього уникнути, підсвідомість вирішує протиріччя, що виникають, підлаштовуючи факти під сформовані переконання, оскільки індивід підсвідомо списує проблеми, які виникають, на недоліки методу, який використовується інвестором, замість того, щоб вказати на необхідність його модернізації. В результаті це призводить до того, що інвестори проявляють схильність до помилок, не реагуючи на факти, які їх не

влаштовують, тим самим повторюючи свої помилки. Тобто, у цьому випадку має місце певного роду самообман.

Слід зазначити, що впродовж останніх років сучасна наука вже зробила певні зрушення і має відповідні здобутки у вивченні цієї проблематики. Причому найбільш вагомі дослідження і відкриття, зроблені у сфері поведінкових фінансів, належать саме американським і західноєвропейським дослідникам.

Варто розглянути основні дослідження сучасних науковців у сфері поведінкових фінансів з метою об'єктивного уявлення про ситуацію, що склалася нині в цій галузі фінансової науки.

Основу сучасних досліджень у сфері поведінкових фінансів у контексті їх впливу на фінансову поведінку домогосподарств складають:

1. Роботи Г. Саймона, Дж. Марча, Р. Сайерта, Дж. Катоні, Х. Лейбенстайна, які були присвячені обґрунтуванню значущості використання результатів психології в поведінці індивідів і зміні магістрального напрямку економічного аналізу.

При чому Г. Саймон (в 1978 р. удостоєний Нобелівської премії з економіки) одним з перших стверджував про нереалістичність психологічних передумов, з яких походять стандартні неокласичні моделі поведінки індивідів. Крім того, йому належить заслуга введення в науковий обіг поняття "обмеженої раціональності" для визначення всього спектру обмежень, які стосуються знань і здібностей людей, що не дають їм поводитися в реальному житті так, як передбачає неокласична теорія.

Дж. Катоні був першим, хто ввів в ужиток термін "поведінкова економіка". Як і Г. Саймон, він вважав неокласичну апріористичну модель раціональної поведінки індивіда явно нереалістичною. На думку Дж. Катоні, психологічні змінні (мотиви,

установки, очікування) повинні розглядатися в якості "посередників" між об'єктивними умовами (в яких опиняються економічні агенти) і кінцевими рішеннями, які в цих умовах вони приймають. Відтак, на думку вченого, в процесі реалізації громадянами споживчої, заощаджувальної та інвестиційної поведінки таким "проміжним" змінним належить домінуюча роль, оскільки без них розуміння фінансової поведінки населення приречене залишатись неповним і не до кінця дослідженим [4, 9–10].

2. Дослідження економістів М. Алле, Г. Марковіца, Д. Ельсберга (які критично аналізували дескриптивну переконалівість теорії очікуваної корисності фон Неймана-Моргенштерна і суб'єктивної очікуваної корисності Л. Севіджа, заявивши тим самим про свої сумніви та невпевненість щодо адекватності стандартних моделей поведінки індивіда в умовах ризику й невизначеності реального життя), роботи Р. Строца, присвячені проблемам і парадоксам теорії міжчасового вибору М. Алле і Д. Ельсберга, які засвідчили значну кількість невідповідностей, аномальних фактів у поведінці індивідів.

3. Наукові доробки та прикладні дослідження психологів, в тому числі значної кількості представників напряму когнітивної психології (американської школи психології – У. Едвардс, Р. Льюс, С. Ліхтенштейн, Б. Фісхофф, П. Словіц; ізраїльської школи – А. Тверські, Д. Канеман; польської школи – Ю. Козелецький, Р. Кетлінський, В. Гомульський).

Зазначимо, що роботи більшості учених значною мірою були присвячені проблемам теорії вибору в умовах ризику та невизначеності, виявленню факторів і механізмів, за допомогою яких індивіди опрацьовують, оцінюють інформацію, якою вони володіють, формуючи на її основі якісні та кількісні судження, думки і, зрештою, здійснюють свій вибір серед численних

доступних альтернатив, що в подальшому дає змогу визначитись із стратегічними напрямками формування і реалізації фінансової поведінки. Причому практично кожен із зазначених науковців обґрунтовував у своїх роботах власну точку зору на процес і процедуру прийняття рішень економічними агентами, яка значною мірою суперечила на той час загальноприйнятим науковим поглядам і положенням [1, 18].

Проте, на наше глибоке переконання, основоположниками поведінкових фінансів слід вважати відомих американських психологів Д. Канемана (у 2002 р. отримав Нобелівську премію в сфері економічних наук за внесок у дослідження ірраціональності у економічній поведінці) та А. Тверські, які у 1960-х роках минулого століття опублікували близько 200 наукових праць, більшість з котрих стосувались психологічних концепцій (понять, ідей) у сфері поведінкових фінансів.

В результаті своїх експериментальних досліджень науковці дійшли висновку, що нераціональна поведінка, яку економісти вважали девіантною і випадковою, насправді значно більше розповсюджена, особливо, коли йдеться про прийняття рішень в умовах невизначеності. Коли невизначеність стає домінуючим станом суспільства, а звичні норми не працюють, індивіди починають діяти нераціонально. При цьому психологи стверджують, що фінансова поведінка – це реакція на соціально-економічну та політичну реальність, яка не викликає оптимізму й породжує тотальну недовіру до всіх інститутів: як політичних, так і фінансових [5, 1–2].

Основоположною роботою Д. Канемана й А. Тверські є “Теорія перспектив: аналіз рішень, що приймаються в умовах ризику”, котра була опублікована в 1979 р. У ній досліджується психологія ухвалення рішень, яку вчені вивчали в контексті того, як люди бачать перспективи своєї фінансової поведінки.

При цьому науковці стверджували, що ухвалення рішень в умовах ризику можна розглядати як вибір між перспективою й азартною грою. Автори аналізують схильність ухвалювати рішення особами до здійснення різного роду помилок. За допомогою низки ретельних наукових досліджень вони підтверджують, що економіка і, як її продовження, розвиток ринків є результатом людських рішень. Рішення людей стосовно майбутнього завжди характеризуються невизначеністю і тому завжди є ризиковими. Перспективу, яку вибирає особа, що ухвалює рішення, також можна розглядати як азартну гру. Якою б продуманою не була ця гра, вона все одно залишається азартною, тому що за рішенням завжди стоїть невідомість. А азартні ігри неминуче призводять до помилок. Отже, раціональність пояснити нічим [6, 56].

Однак поєднати економіку та фінансову науку з психологією в окремий напрямок наукового дослідження з точки зору популяризації біхевіористських ідей вдалось саме економісту Р. Талеру, який зауважував, що “фінансова теорія не дуже корисна для прогнозу розвитку подій на ринку”.

В роботах видатного економіста приведена велика кількість емпіричних свідчень “субоптимальності” рішень, які приймаються економічними агентами, зокрема: недооцінка ними альтернативних витрат, неспроможність абстрагуватись від неповоротних видатків, недостатній самоконтроль тощо. Зазначимо, що у праці Р. Талера під назвою “Досягнення в галузі поведінкових фінансів” зібрані найбільш вагомий результати проведених упродовж 80-х та 90-х років ХХ століття досліджень раціональності поведінки учасників фондових ринків та пов’язаних з цим особливостей функціонування останніх. При чому, головними темами, навколо яких тривали дискусії, були: проблема обмеженої інформаційної ефективності фон-

дових ринків, відхилення цін на цінні папери від їх справедливого рівня та вибору інвестиційних стратегій під впливом поведінкових факторів. Крім того, вагомим внеском дослідника у розвиток теорії поведінкових фінансів стала праця під назвою “Підштовхування. Прийняття кращих рішень стосовно здоров’я, добробуту та щастя” (2009 р.), в якій автор використовує поведінковий підхід для вирішення проблеми частих проявів нераціональної поведінки суб’єктів в економічному та інших контекстах, пропонуючи механізм “підштовхування до бажаної дії” задля керованої зміни стратегії фінансової поведінки без обмеження свободи вибору суб’єкта [4, 11].

Отже, на відміну від традиційного, поведінковий підхід при аналізі ефективності функціонування фондових ринків заперечує головні постулати теорії інформаційної ефективності ринків Фама, наголошуючи на несиметричному поширенні інформації та неповному або несвоечасному її відображенні в цінах, що призводить до відхилення котирувань акцій від їх фундаментальної вартості. Відкидається також припущення про абсолютну раціональність поведінки учасників ринку та гомогенність їх очікувань, концепція “*homo economicus*” замінюється концепцією “*spiritus animalis*” – тваринні інстинкти, які впливають на процес прийняття інвестиційних рішень за умов невизначеності, призводять до нераціональної поведінки, що проявляється у необґрунтованому ігноруванні ризиків та надмірній обачності.

Серед найновіших публікацій, в яких крізь призму поведінкових фінансів досліджуються проблеми дестабілізації фондових ринків та економіки загалом, виокремимо працю Дж. Акерлофа та Р. Дж. Шиллера під назвою “Тваринні інстинкти. Як людська психологія впливає на економіку і чому це має значення для світового капіталізму” (2009 р.). Науковці, відштовхуючись від ви-

сунутої Дж. М. Кейнсом ідеї щодо впливу тваринних інстинктів на поведінку індивідів, доводять власну гіпотезу про важливу роль надмірної самовпевненості, остраху, почуття справедливості та інших поведінкових факторів прийняття інвестиційних рішень як факторів дестабілізації сучасних фондових ринків [7, 75–76].

Водночас вагомим внеском Дж. Акерлофа та Р. Дж. Шиллера в розвиток теорії поведінкових фінансів є використання поведінкового підходу на макрорівні. Однак варто зауважити, що з приводу цих тверджень серед науковців досі немає єдиної думки. Так, деякі дослідники наголошують на тому, що зв’язки та закономірності, які виявлялися на рівні індивідів, не зберігаються на макрорівні, тому висновки, до яких прийшли вчені, аналізуючи поведінку окремих учасників ринку, не можуть стосуватись поведінки ринку в цілому. Інші, навпаки, відкидають проблему агрегації та наголошують на поширеній практиці використання психологічних факторів в макроекономічних дослідженнях (наприклад, аналіз індексу настроїв споживачів).

Врахування усталених етичних норм, ринкової психології і особливостей поведінки різних груп населення при усвідомленні ними прийняття нових бізнесових пропозицій має вирішальне значення і для розвитку окремих сегментів фінансового ринку. Так, наприклад, ретроспективне вивчення В. Зелізер [8] процесу становлення ринку страхування життя в США у XIX ст. засвідчило, що лише врахування тонкощів соціокультурних цінностей населення, коли підсвідоме прагнення підтримати й зберегти набутий “статус сім’ї у локальному співтоваристві”, дозволило стандартизувати у формі ринкового страхового контракту зв’язок між грошима та життям індивіда. Як наслідок – безцінні речі стали підвладні кількісній оцінці.

Значною мірою ключ до розв'язання зазначеного делікатного питання, на думку В. Зелізер, полягав у психологічному сприйнятті допустимого ретушування грошової раціоналізації немеркантильних до цього аспектів соціальної поведінки людини, оскільки "... саме у страхуванні життя грошові інтереси перетнулися з об'єктами, які були носіями сакрального змісту" [8, 9]. Водночас поступова переоцінка економічних процесів сприяла зміні уявлень щодо розуміння природи та необхідності завбачливого нагромадження капіталу. Крім того, при встановленні відповідної адекватної, насамперед соціальним потребам, ніші страхового бізнесу, продажі страхових полісів почали поступово, а згодом все більш прискорено зростати. При цьому міркування етики та комерційного інтересу поєднувались обопільно, оскільки будь-який соціум має властивість самоорганізовуватися.

Вважаємо, що приведений науковцем приклад демонструє, як грошові трансакції можуть використовуватися для визначення і зміцнення соціальних відносин, а свідомі дії та потреби людей формують нові фінансові інструменти і ринки. Проблеми поведінкових фінансів часто пов'язані з надмірною самовпевненістю активних (відчайдушних) інвесторів, коли суб'єктивні завищені очікування інвестиційних перспектив (окрім похибок фундаментального і технічного аналізу) мають і психологічні пояснення.

Зазначимо, що з розвитком обчислювальної техніки, перебуваючи у пошуку вирішення актуальних проблем суспільства, окремі вчені в контексті дослідження фінансових процесів почали використовувати надбання медицини, біології, математики та фізики.

У згаданому контексті досить цікавими є праці, в яких фінансові процеси розглядаються з позиції таких наук, як медицина та біологія. Зокрема, досліджуючи ступінь міцності, стійкості до дії дестабілізуючих

тенденцій світової фінансової системи, науковці Р. Мей, Д. Ренд порівнювали останню з такою складною адаптивною екосистемою, як тропічний ліс, наголошуючи на тому, що саме надмірна диверсифікація, яка призводить до появи великої кількості взаємозалежних елементів, робить будь-яку систему, зокрема фінансову, більш вразливою до дії зовнішніх шоків [3].

Е. Ло використовував принципи теорії природного відбору Дарвіна для пояснення поведінки учасників фондових ринків та особливостей їх взаємодії між собою, яка полягала у схильності індивідів до прийняття нерациональних рішень у процесі конкурентної боротьби за фінансовий успіх.

Проте вагомими недоліками цих наукових досліджень, на нашу думку, є надмірне абстрагування від реальних процесів, що відбуваються в фінансовій системі, використання припущень про раціональність економічних суб'єктів та інформаційну ефективність фінансових ринків.

Теорії поведінкових фінансів та їх коротка характеристика наведені в табл. 1.

Необхідно зазначити, що зростання ролі поведінкових мотивів під час вибору стратегії фінансової поведінки простежуються і у працях вітчизняних науковців. Зокрема, А. Дворецька зауважує, що "користувачі капіталу часто користуються не тільки об'єктивними економічними параметрами..., а й інтуїтивними перевагами. Вони базуються на врахуванні неформалізованих факторів, включаючи репутаційні та іміджеві аспекти, інвестиційні очікування, некілкісну оцінку ризиків" [10, 42].

В. Андрущенко резюмує, що "слід шукати витоки уявлень про економіку і фінанси як про сферу людських мотивацій та інтересів, а не сукупність товарів чи систему деперсоналізованих, позбавлених індивідуальності відносин". Співзвучною з цією є і точка зору Г. Я. Пилягіної: оскільки сучасні проблеми

Теорії поведінкових фінансів та їх коротка характеристика [9]

Теорії поведінкових фінансів	Коротка характеристика
теорія перспектив	Формулювалась багатьма дослідниками в рамках критики теорії очікуваної користності та теорії раціональних очікувань. Теорія має описовий характер, проте вона заснована на результатах сотень експериментів, в яких учасникам пропонували вибрати альтернативу в умовах невизначеності та ризику. Значна кількість яскравих експериментів Д. Канемана та А. Тверські продемонстрували, що індивіди є досить неефективними переробниками інформаційних потоків, оскільки приймають швидкі та недоладні рішення скоріше за ті, які засновані на обережній логіці.
теорія поведінки інвесторів	Суть теорії полягає в недостатньо швидкій реакції інвесторів на нову інформацію (як позитивну, так і негативну), яка надається ринком щодо компаній-емітентів. Американський економіст А. Шлейфер пояснив цю закономірність консерватизмом мислення й неправильним використанням на практиці моделей теорії вірогідності. Ефект консерватизму проявляється у недостатній реакції на негативну інформацію, що часто спостерігається в ситуаціях, коли інформація не відповідає власним уявленням про компанію-емітента. Запізнена або обмежена реакція призводить до втрат. Некоректна робота з моделями теорії вірогідності також є наслідком неадекватного сприйняття інформації. Базуючись на серії позитивної інформації, інвестор передбачає збереження тренду у майбутньому, що призводить до переоцінки фінансових інструментів і зниженню доходу їх власника.
теорія шумової торгівлі	Є наслідком постійної присутності на ринку непереверених даних, чуток, порад “експертів”, які насправді такими не є і називаються “шумовими трейдерами”. В цих умовах операції часто здійснюються не на основі своєчасної та достовірної інформації, а на основі “шуму”. В результаті раціональні учасники ринку (“інформаційні трейдери”) конкурують на ринку з ірраціональними учасниками (“шумовими трейдерами”) і заробляють на них додатковий дохід. Однак цих доходів не було б, якби операції здійснювались виключно на основі достовірної інформації.
теорія ефективності операцій трейдера	Дослідження, проведені на ринках США і Канади, встановили кореляційний зв'язок між психологічними якостями трейдера та успішністю його професійної діяльності. На основі цього були зроблені висновки про необхідність у потенційного учасника ринку наявності таких рис характеру: <ul style="list-style-type: none"> – відсутність бажання підкорити собі ринок і почати його контролювати; – здатність відчувати індивідуальний бар'єр допустимого ризику та граничне значення капіталу, яким можна ризикувати; – здатність відчувати селективність сприйняття та пам'яті; – здатність розпізнати стан стресу та виробляти захисні механізми проти необдуманих дій; – здатність абстрагуватись від власних емоцій і переживань; – здатність враховувати вплив негативних установок, уподобань і настроїв; – відсутність психологічної залежності від трейдингу. Наявність таких характеристик породжує “трейдерний оптимізм” – необхідна та достатня умова успішної діяльності на фондовому ринку. Проте трейдерний оптимізм формується лише в процесі фінансово-інвестиційної діяльності у міру зростання кількості успішних операцій.

економіки і політики значною мірою зумовлені психологічною кризою, то при цьому “економічне підґрунтя не є першопричиною... соціально-економічних катаклізмів, воно лише наслідок або якийсь супутній чинник, зона прояву” [10, 42].

Вважаємо за необхідне зацентрувати увагу на тому, що сучасні науковці вирізняють три групи поведінкових факторів при прийнятті населенням інвестиційних рішень: евристики (heuristics), відхилення (biases) та ефекти.

Щодо евристики, то її сутність полягає у підсвідомому спрощенні складних для сприйняття та аналізу процесів і понять, що призводить до хибної оцінки ймовірностей, побудові суджень лише на основі наявних фактів, недостатньої пристосовуваності суб'єктів до змін зовнішніх умов (найбільш поширеним прикладом евристик є евристики "подібності", "наявності" та "якоря").

Причому зауважимо, що евристики подібності відповідають за схильність людей на основі обмеженого власного досвіду аналізувати більш складні події реального життя. Евристики подібності відображають аналіз нерепрезентативної вибірки даних, ототожнення різних за сутністю явищ на основі неістотних ознак, ігнорування закону повернення до середнього при прогнозуванні, що призводить до хибної оцінки інформації та її наслідків для цінової тенденції на ринку. Безумовними проявами цієї концепції є:

- ігнорування найбільш вірогідного результату (дослідження довели, що населення не враховує найбільш вірогідні сценарії при появі додаткової інформації, яка не стосується справи);
- неуважність щодо розміру вибірки;
- неправильне сприйняття шансів;
- нечуттєвість щодо реальної вірогідності подій.

Евристики наявності проявляються у тому, що індивіди оцінюють вірогідність настання певної події на основі збереженої у пам'яті яскравої реклами, інформації, історії про чиюсь хворобу тощо. Причому, першочергова реакція на гостру ситуацію, коли все інше відступає на задній план, стає неважливою, якраз і є проявом евристики наявності – наявність гострого враження, яке затуманює мислення.

Щодо евристик якоря, то зауважимо, що вона має місце, коли суб'єкти занадто покладаються на первинні, базові, звичні для них цінності. Причому ці евристики

проявляються в тому, що населення виходить з початкових оцінок і підходів, які в майбутньому формують основу для оцінки нових ситуацій.

Відхилення – це схильність свідомості індивіда до певних стійких процесів, які призводять до рішень, відмінних від раціональних; схильність людської свідомості до повторення певних процесів мислення і стратегій поведінки, в основі якої лежать специфічні властивості процесів збору та обробки інформації людиною у співставленні з попередньо отриманими знаннями (наприклад, відхилення оптимізму, надмірного консерватизму, ілюзії контролю) [11, 5].

Наслідком евристики наявності є декілька передбачуваних відхилень: відхилення через ілюзорну кореляцію; відхилення через побудову думки на основі доступних фактів; відхилення через уявні вірогідності.

До відхилень, які є наслідками евристики якоря, відносять: відхилення через недостатність пристосованості; відхилення через використання суб'єктивного вірогідного розподілення.

Відтак, можна стверджувати, що згадані евристики та відхилення значною мірою стають причиною появи низки таких ефектів, як: ефект натовпу; ефект помилкового сприйняття, обробки інформації і формування висновків; ефект володіння, або страх втрати; ефект надмірної самовпевненості; ефект інформаційного каскаду; ефект дня тижня; ефект оформлення; ефект капкана; ефект ізоляції; ефект компетентності; ефект консерватизму; ефект готівки; ефект визначеності; ефект відображення; ефект вихідного, референтного положення; ефект вкладених коштів; ефект форми [12].

Отже, виявлені ефекти та аномалії, котрі водночас є закономірностями поведінки інвесторів в умовах невизначеності та ризику, пояснюють багато фактів ірраціональ-

ної поведінки учасників фінансового ринку. І саме ці ефекти, отримані дослідницькі результати та створені на їх основі наукові теорії, котрі підтверджують ірраціональну природу людської поведінки, в тому числі і у фінансово-інвестиційній сфері, сприяли виокремленню поведінкових фінансів в самостійний напрямок сучасної фінансової науки. Основним досягненням поведінкових фінансів стало визнання того факту, що у сфері фінансів, як і в інших сферах життєдіяльності, людина приймає рішення під впливом сформованих у суспільстві стереотипів, ілюзій сприйняття, упереджених думок, помилок при аналізі інформації та, зрештою, звичайних емоцій.

Насамкінець відмітимо, що біхевіористські моделі ринку засновані на таких аспектах, як упередження в репрезентативності (громадяни часто формують ймовірнісні думки, розглядаючи події як типові для якогось класу, або ігноруючи свої знання про вірогідність тарифних оплат); консерватизм (населення дуже поволі корегує свої очікування та моделі поведінки, коли з'являється нова інформація); упереджені самоатрибуції (індивіди, звичайно, сприймають причини своїх успіхів як внутрішні (тобто пов'язані із власними здібностями), а причини своїх невдач – як зовнішні, оскільки пояснюють їх впливом зовнішнього середовища); надмірна упевненість (люди схильні переоцінювати власні знання і навички), особливо надмірна упевненість щодо точності їх особистої інформації.

У підсумку все це дає підстави стверджувати, що біхевіористський підхід зосереджує увагу, передусім, на психологічних факторах, які є найбільш важливими в поясненні багатьох аспектів фінансової поведінки індивіда. При цьому використання саме психологічних факторів в економічному аналізі забезпечує наявність більш повної інформації про особливості поведінки

людини, гармонійно доповнює висновки економічної теорії, дозволяє більш адекватно пояснити процес прийняття індивідуальних рішень населенням і, тим самим, поглиблює розуміння поведінкових стратегій індивідів у сучасній фінансовій науці.

Отже, поведінкові фінанси в теоретичній площині ґрунтуються й розвиваються на кумулятивній інституціональній основі і в практичному прояві стають все більш вагомим елементом-каталізатором розвитку фінансових ринків.

Література

1. Павлов І.А. *Поведенческая экономическая теория – позитивный подход к исследованию человеческого поведения / И.А. Павлов (научный доклад)*. – М. : ИЭ РАН, 2007. – 62 с.
2. Маккей Ч. *Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы / Ч. Маккей*. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 848 с.
3. Сидоренко П.О. *Сутність поведінкового підходу при аналізі ефективності функціонування фондових ринків / П.О. Сидоренко [Електронний ресурс]*. – Режим доступу : <http://www.nbuv.gov.ua>.
4. Капелюшников Р.И. *Поведенческая экономика и новый патернализм: препринт / Р.И. Капелюшников; Нац. исслед. ун-т "Высшая школа экономики"*. – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. – 76 с.
5. Касьян М. *Модели финансового поведения украинцев: рациональность или эмоции? / М. Касьян [Электронный ресурс]*. – Режим доступа : <http://rb.com.ua/rus/> – С. 1–6.
6. Куликов Ю.С. *Поведінкова економіка та фінансові ринки / Ю.С. Куликов [Електронний ресурс]*. – Режим доступу : <http://www.nbuv.gov.ua>. – С. 47–59.
7. Akerlof George, Shiller Robert J. *Animal spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism // Princeton: Princeton University Press, 2009. – 230 p.*

8. Зелизер В. Социальное значение денег ; пер. с англ. / В. Зелизер. – М. : Дом интеллектуальной книги, Издательский дом ГУК ВШЭ, 2004. – 284 с.
9. Ващенко Т.В. Современные теории поведенческих финансов / Т.В. Ващенко // Финансовый менеджмент. – 2006. – № 2 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.finman.ru/articles/2006/2>
10. Корнеев В.В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлоарній економіці / В.В. Корнеев // Економічна теорія. – 2009. – № 3. – С. 40–49.
11. Рощина Я.М. Финансовое поведение / Средние классы в России: экономические и социальные стратегии ; под ред. Т. Малевой. – М. : Гендальф, 2003. – 485 с.
12. Загвоздина Т. Поведенческие финансы как новое направление экономической науки / Т. Загвоздина, Е. Загвоздина [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.nbu.gov.ua>.
5. Kas'jan, M. Modeli finansovogo povedenia ukraincev: racionalnost' ili emocii? [Models of financial behavior of Ukrainian people: rationality or emotions?]. Available at: <http://rb.com.ua/rus/> [in Russian].
6. Kulikov, Ju.S. Povedinkova ekonomika ta finansovi rynky [Behavioral economics and financial markets]. Available at: <http://www.nbu.gov.ua> [in Ukrainian].
7. Akerlof, G., Shiller, R.J., (2009). *Animal spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism*. Princeton: Princeton University Press, 230.
8. Zelizer, V. (2004). *Socialnoje znachenije deneg [Social meaning of money]*. (Trans). Moscow: Dom intelektualnoj knigi, Izdatel'skij dom GUKVShJe [in Russian].
9. Vashchenko, T.V. (2006). *Sovremennije teoriji povedencheskih finansov [Modern theories about behavioral finances]*. *Finansovyj menedzhment – Financial management*, 2. Available at: <http://www.finman.ru/articles/2006/2> [in Russian].

References

1. Pavlov, I.A. (2007). *Povedenchiskaja ekonomicheskaja teorija – pozitivnyi podxod k issledovaniju chelovecheskogo povedenia [Behavioral economic theory – positive approach to investigation of human behavior]*. Moscow: IJERAN [in Russian].
2. Makkej, Ch. (2003). *Naibolee rasprostranennye zabluzhdenija i bezumstva toly. [The most widely-spread delusions and madness of the crowd]*. Moscow: Al'pina Pablisher [in Russian].
3. Sydorenko, P.O. *Sutnist povedinkovogo pidxodu pry analizi efektyvnosti funkcionuvanna fondovyx rynkiv [The essence of behavioral approach within the analysis of efficiency of stock markets functioning]*. Available at: <http://www.nbu.gov.ua> [in Ukrainian].
4. Kapeljushnikov, R.I. (2013). *Povedencheskaja jekonomika i novyi paternalism: preprint [Behavioral economy and new paternalism: preprint]*. Moscow: Izd. Dom Vysshei shkoly ekonomiki [in Russian].
10. Kornejev, V.V. (2009). *Povedinkovi finansy ta investuvanna v eksplornij ekonomici [Behavioral finances and investment in informal economy]*. *Ekonomichna teorija – Economic theory*, 3, 40–49 [in Ukrainian].
11. Roshchyna, Ja.M. (2003). *Finansovoje povedenije / Srednije klasy v Rosii: ekonomicheskije i socialnije strategii [Financial behavior/ middle class in the Russia: economical and social strategies]*. T. Maleva (Ed). Moscow: Gendal'f [in Russian].
12. Zagvozdina, T., Zagvozdina, Ye. *Povedencheskije finansy kak novoje napravlenije ekonomicheskoi nauki [Behavioral finances as a new area of economic science]*. Available at: <http://www.nbu.gov.ua> [in Russian].