

УДК 336.011:330.567.2

ББК 65.9(4Укр)261.1

Кізима Т.О. (Kizyma T.O.)

**ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ ЯК НОВИЙ НАПРЯМ ДОСЛІДЖЕНЬ
СУЧАСНОЇ ФІНАНСОВОЇ НАУКИ
BEHAVIORAL FINANCE AS A NEW DIRECTION OF RESEARCH
OF MODERN FINANCIAL SCIENCE**

Тернопільський національний економічний університет

Міністерства освіти і науки, молоді та спорту України

Кафедра фінансів

46020 м. Тернопіль,

вул. Львівська, 11

Анотація. Обґрунтовано сутність, досліджено історію виникнення та окреслено перспективи розвитку поведінкових фінансів як нового напрямку сучасної фінансової науки

Ключові слова: неокласична теорія, інституціональна теорія, раціональна та ірраціональна фінансова поведінка, психологія прийняття фінансових рішень, теорії поведінкових фінансів, «ефект натовпу», «ефект інформаційного каскаду», «ілюзія контролю», «ефект капкану»

Annotation. The essence is grounded, the history is explored and aspects of behavioral finance development as a new trend of modern financial science are outlined

Key words: neoclassical theory, institutional theory, rational and irrational financial behavior, psychology of financial decision making, the theories of behavioral finance, "crowd effect", "informational cascade effect", "illusion of control", "trap effect"

Вступ. Тривалий час чільне місце в економічній теорії суспільного розвитку, і зокрема в неокласичній теорії середини XIX століття, займали

положення про раціональний та цілком прогнозований характер економічної поведінки окремого індивіда. Абсолютно раціональна, тобто побудована на розумному обґрунтуванні доцільності та основних векторів своєї економічної діяльності, людина визнавалася важливим чинником економічного прогресу. Принципи раціоналізму у поведінці індивіда були визначальними, оскільки саме завдяки його інтелекту, розуму та раціональним діям досягалися вагомі успіхи в економічному розвитку. Як справедливо зазначають фахівці, «неокласична теорія у своїй основі є теорією індивідуального вибору, або теорією прийняття індивідуальних рішень в умовах повної визначеності і раціональності» [1, с. 13].

Однак наприкінці XIX століття із розвитком інституціоналізму принцип раціональності в економічній поведінці людини уже не вважався абсолютним. Представники інституціональної теорії, звичайно ж, не заперечували той факт, що саме завдяки раціональним економічним діям були досягнуті (і ще будуть досягнуті у майбутньому) значні успіхи у розвитку економіки та підвищенні матеріального добробуту людей. Водночас, учені зазначали, що у своїх крайніх вираженнях раціоналізм і економічна свобода породжують ірраціональні форми поведінки, які є небажаними по відношенню до суспільства, природи і людини (нерідко це ставить під загрозу навіть саме існування людини, наприклад, через екологічні проблеми).

Відтак популярність інституційної теорії була обумовлена насамперед певною обмеженістю неокласичної парадигми (визнання абсолютної раціональності та поінформованості індивідів, досконалої конкуренції тощо), яка не звертала уваги на соціально-психологічні чинники людської діяльності, котрі сприяють більш точному дослідженню основних мотивів поведінки людини.

Саме на основі виявлення таких чинників та дослідження їх впливу на процес прийняття фінансових рішень виник новий напрямок сучасної фінансової науки – поведінкові фінанси, які «враховують ірраціональну природу поведінки інвесторів і фінансистів на ринку в умовах невизначеності і ризику при прийнятті рішень фінансово-інвестиційного характеру» [2, с. 90].

Постановка завдання. 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.

Результати. А все відбувалося наступним чином. У далекому 1957 році американський психолог російського походження Леон Фестингер сформулював «теорію когнітивного дисонансу» [3; 4], суть якої полягала у наступному. Якщо ситуація в реальному житті складається далеко не так, як очікувала сама людина, то мимоволі виникає певний дисонанс, тобто індивід вступає у протиріччя із самим собою, підтасовуючи радше під себе факти, аніж змінюючи власну точку зору. На практиці це може проявлятися таким чином: інвестор, котрий втратив гроші в результаті невірно прийнятого рішення, не признаватиме факту власної помилки, а намагатиметься усю вину перекласти на «неправильність» ринку. Тобто, у цьому випадку матиме місце певного роду самообман.

На основі праць Леона Фестингера американські психологи Деніел Канеман та Еймос Тверські започаткували так звану «теорію можливостей» (Prospect Theory) [5], яка заклала основи для розвитку поведінкових фінансів. Учені продемонстрували, що люди здатні бачити тенденції і зв'язки там, де їх насправді немає, і приймати рішення, базуючись на цих уявних тенденціях і зв'язках. Д. Канеман та Е. Тверські вперше документально підтвердили прояв нерациональної поведінки людей як наслідок невірного сприйняття й обробки інформації та довели, яким чином помилки судження з'являються і укорінюються у способі людського мислення.

Однак сучасні науковці вважають, що поведінкові фінанси як наука виникли у 1985 році, коли в журналі *Journal of Finance* були опубліковані дві важливі роботи [6; 7], присвячені дослідженню впливу психологічних факторів на рух біржових котирувань і отримувану інвесторами дохідність. Пізніше учені – фінансисти, стикаючись із неспроможністю пояснення багатьох явищ на фінансових ринках в 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» [8, с. 115], – переконані вчені. Причому важливо зазначити, що найбільш вагомі дослідження і відкриття, зроблені у сфері поведінкових фінансів, належать саме американським і західно-європейським дослідникам.

Один із перших прикладів нераціональної поведінки, який був детально досліджений французьким соціологом Гюставом Ле Боном [9], 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 притримуються 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.

«Ефект натовпу» дуже яскраво проявляє себе на ринках. 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» [2, с. 90].

Стосовно фінансових ринків означений ефект отримав назву «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 Бернارد 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 [2, с. 90-91]. Тому «проникнення в психологію натовпу

допомагає краще зрозуміти поведінку фінансових ринків», – переконував Гордон Пеппер.

Важливим 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 при цьому.

Із явищем «ілюзії контролю» тісно пов'язаний «ефект надмірної впевненості» у власних силах і здібностях, який також таїть у собі ряд небезпек для інвестора. Так, самовпевнені гравці ринку, сподіваючись отримати надприбутки зі своєї, як вони вважають, прекрасної поінформованості, азіотажно скуповують чи продають акції, знаючи, що стратегії, засновані на високих оборотах торгівлі, працюють гірше за стратегії, які засновані на придбанні та зберіганні акцій [2, с. 95].

Російські учені Т.В. Ващенко і В.П. Лісіцина стверджують, що усі суб'єктивні фактори, які провокують ірраціональну поведінку інвесторів на ринку, доцільно групувати таким чином:

- фактори, пов'язані із помилковим сприйняттям дійсності або невірною оцінкою реальної ситуації;
- емоційні фактори, закладені в людській природі, які впливають на поведінку людей [2, с. 92].

При цьому до першої групи факторів належать:

переоцінка уже наявної в інвестора інформації, внаслідок чого він починає надавати їй надто великого значення (навіть, якщо вона жодним чином не стосується прийняття вірного рішення), та ігнорування дійсно значимих фактів. Більше того, експертами доведено: навіть якщо людина знає про непотрібність наявної у неї інформації, ця інформація все одно продовжує діяти на підсвідомість, корегуючи процес прийняття рішення;

вплив способу подачі інформації (як значимої, так і не зовсім) на оцінку ситуації та формування відповідного рішення. Досить часто інвестори не враховують найбільш імовірнісний результат тієї чи іншої події, якщо отримують будь-яку додаткову інформацію, котра немає прямого стосунку до справи і котра певною мірою відволікає їх від початкового рішення (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»);

дія так званого «ефекту якоря», котрий полягає у тому, що людина оцінює ту чи іншу ситуацію залежно від інформації, яка була представлена їй увазі раніше і яка стає своєрідним «якорем», тобто відправною точкою, в порівнянні з якою здійснюється оцінка людиною наступних явищ і подій. «Ефект якоря» активно застосовується при продажу різного роду 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».

Відтак інформація, будучи чи не найважливішим фактором оцінки ситуації для прийняття фінансових рішень, інколи здійснює зворотній вплив, що обумовлено такими основними чинниками:

інвестори досить часто сприймають доступну їм (однак, доволі обмежену) інформацію за вичерпну і достатню;

навіть володіючи необхідною і достатньою інформацією, інвестори нерідко застосовують невірні методи для її оцінки;

інвестори (особливо початківці) при опрацюванні певного масиву даних схильні бачити закономірність там, де насправді має місце випадковість [2, с. 94].

Друга група факторів, які провокують ірраціональну поведінку інвесторів на ринку, пов'язана із емоційним станом людини. До таких факторів зокрема належать:

«ефект консерватизму», суть якого проявляється у надто повільній зміні людиною власних переконань під впливом нової інформації. Це означає, що коли людина має певну попередньо сформовану думку стосовно конкретного об'єкту, то нова інформація, яка протирічить 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;

«ефект визначеності» - надання переваги меншому за обсягом, проте більш гарантованому доходу у порівнянні із 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 компетентності» 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;

«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.

Відтак, виявлені ефекти та аномалії, котрі водночас є закономірностями поведінки інвесторів в умовах невизначеності та ризику, пояснюють багато

фактів ірраціональної поведінки учасників фінансового ринку. І саме ці ефекти, отримані дослідницькі результати та створені на їх основі наукові теорії, що пояснюють поведінку інвесторів на ринку, сприяли виокремленню поведінкових фінансів в самостійний напрямок сучасної фінансової науки.

Безперечно, розуміння психології прийняття фінансових рішень та здатність уникати найпоширеніших помилок, пов'язаних із цим процесом – це, як мінімум, половина успіху будь-якого інвестиційного проекту. Тому і не дивно, що за кордоном поведінкові фінанси викладають у курсах «Фінансове посередництво», «Корпоративні фінанси», «Теорія контрактів» тощо, адже саме вони дають відповіді на безліч цікавих інвестиційних питань. Відтак, незважаючи на свою молодість, поведінкові фінанси здобувають все більше прихильників як в академічному світі, так і серед практиків. Наглядним прикладом цьому стало вручення у 2002 році Нобелівської премії з економіки одному із засновників цього напрямку – Деніелу Канеману.

Висновки. Підсумовуючи вищевикладене, зазначимо, що інвестор, як, зрештою, і будь-яка людина, поводить себе не завжди раціонально. І хоча він намагається, враховуючи усі обставини, приймати раціональні рішення, далеко не завжди це йому вдається на практиці. Адже людина – це, передусім, клубок емоцій. Варто лише відбутися якійсь непередбаченій події, що сплутала попередні плани (а врахувати усе, звичайно ж, неможливо), і людина одразу стає безпорадною і розгубленою, здійснюючи вчинки, інколи кардинально протилежні запланованим початково.

Відтак дослідження різноманітних ринкових ситуацій та отримання численних прикладів, котрі підтверджують ірраціональну природу людської діяльності, в тому числі і у фінансово-інвестиційній сфері, сприяли виникненню нового напрямку фінансової науки – поведінкових фінансів. 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.

Впливові різноманітних чинників суб'єктивного характеру піддаються практично усі інвестори, незалежно від професійної підготовки, сфери діяльності та досвіду роботи. Тому врахування означених чинників поведінкових фінансів в подальшому дозволить суттєво підвищити ефективність фінансово-інвестиційної діяльності кожного з учасників ринку.

Література.

1. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория / А.Е. Шаститко. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002. – 591 с.
2. Ващенко Т.В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития / Т.В. Ващенко, Е.В. Лисицина // Финансовый менеджмент. – 2006. – №1. – С. 89-98.
3. Фестингер Л. Теория когнитивного диссонанса / Леон Фестингер. – М.: Ювента, 1999. – 320 с. (Серия: «Мастерская психологии и психотерапии»).
4. Festinger L. A theory of cognitive dissonance / Leon Festinger. – Stanford University Press, 1957.
5. Kahneman D. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk / D. Kahneman, A. Tversky // *Econometrica*. – 1979. – Vol. 47. – P. 263-291.
6. De Bond W. Does the Stock Market Overreact? / W. de Bond, R. Thaler // *Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – P. 793-808.
7. Shefrin H. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence / H. Shefrin, M. Statman // *Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – P. 777-790.
8. Твид Л. Психология финансов / Ларс Твид. – М.: ИК «Аналитика», 2002. – 376 с.
9. Le Bon G. The Crowd / G. le Bon. – New York: Penguin Books, 1977.

Дані про автора:

Кізіма Тетяна Олексіївна - д.е.н., доцент, професор кафедри фінансів
Тернопільського національного економічного університету,

домашня адреса: 46020 м. Тернопіль, вул. Львівська, б. 14, кв.71,

телефони: домашній 8 (0352) 42 73 90, мобільний 8 098 259 36 65,

E-mail: tetyana.kizyma68@gmail.com