

УДК 330.16:330.88:336.018

DOI: 10.31359/2411-5584-2018-34-3-36

О. О. НАБАТОВА

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економічної теорії
Національного юридичного університету
імені Ярослава Мудрого, Україна, м. Харків
e-mail: olga_nabatova@ukr.net
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-0259-4191>



ВІД ГІПОТЕЗИ ЕФЕКТИВНИХ РИНКІВ ДО ТЕОРІЇ ПОВЕДІНКОВИХ ФІНАНСІВ¹

У статті розглянуто сутність поведінкових фінансів, особливу увагу приділено порівняльному аналізу теоретичних засад традиційних та поведінкових фінансів. Висвітлено основні принципи поведінкового підходу щодо дослідження процесу прийняття економічними суб'єктами фінансових рішень. Схарактеризовано структуру теорії поведінкових фінансів та систематизовано їх інструменти.

Ключові слова: поведінкові фінанси, гіпотеза ефективних ринків, ірраціональна поведінка, когнітивні помилки, евристики, ліміти арбітражу, теорія перспектив, фреймінг.

JEL Classification: B26, B29, B31, G4.

Постановка проблеми. Поведінкові фінанси активно розвиваються протягом останніх десятиліть як відповідь на неспроможність традиційних фінансів пояснити низку аномалій, що виникають на фінансових ринках через систематичне відхилення поведінки економічних суб'єктів від принципу раціональності. Розуміння поведінкових аспектів дозволяє пояснити неефективність ринків, точніше оцінити їх поточний стан та ймовірні зміни у майбутньому, визначити особливості ірраціональної фінансової поведінки професійних і непрофесійних інвесторів та відкриває нові можливості для обґрунтування й запровадження змін інституціонального середовища, які б сприяли підвищенню суспільного добробуту.

¹ Роботу виконано в межах цільової комплексної програми «Соціально-економічна модернізація України та формування інноваційної моделі розвитку» (№ державної реєстрації 0111u000961).

© Набатова О. О., 2018. Стаття публікується на умовах ліцензії Creative Commons – Attribution 4.0 International (CC BY 4.0).

Статтю розміщено на сайті збірника: <http://econtlaw.nlu.edu.ua>.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Засновниками поведінкових фінансів є Д. Канеман, А. Тверські [1], які вперше дослідили психологічне підґрунтя прийняття економічних рішень в умовах невизначеності та ризику, Р. Талер [2; 3; 4; 5], Р. Шиллер [6], що започаткували плідну дискусію з представниками неокласичного напрямку щодо проблем неефективності фінансових ринків. Різноманітні аспекти поведінкових фінансів та їх еволюція досліджуються у працях Дж. Акерлофа, Н. Барберіса [4], В. ДеБондта, Р. Вішні [7], Т. Одеана, Дж. Ріттера [8], М. Стетмена [9], Х. Шефріна [5], А. Шлейфера [7] та ін. В Україні цей напрям представлений працями П. Ілляшенка [10], Н. Карпишина [11], Т. Кізими [12], М. Ліпич [13] та ін. І хоча Р. Талер ще у 1999 р. заявив про «кінець» поведінкових фінансів (у тому сенсі, що вони вже стали частиною мейнстриму), у вітчизняній літературі питання аналізу поведінкових факторів у процесі прийняття фінансових рішень ще не знайшли достатнього висвітлення. Зокрема, поряд із актуальністю прикладних досліджень з поведінкових фінансів більшої уваги потребують узагальнення і систематизація теоретико-методологічних засад цього напрямку.

Формулювання цілей. Мета статті полягає у дослідженні теоретичних засад поведінкових фінансів на основі порівняльного аналізу з традиційними фінансами, узагальненні та систематизації основних принципів та інструментів поведінкового підходу щодо дослідження процесу прийняття фінансових рішень.

Виклад основного матеріалу. На думку М. Стетмена [9, с. 30], традиційні фінанси, що домінували в економічній науці з 1950-х по 1990-ті рр., базуються на 5 основних припущеннях:

1) економічні суб'єкти є раціональними, мають усталені вподобання, можуть ефективно обробляти інформацію та успішно вчатися на своїх помилках, застосовуючи ймовірнісне мислення (Байєсівське оновлення);

2) інвестори формують портфелі виключно за критерієм високих очікуваних прибутків та низького рівня ризику;

3) суб'єкти приймають рішення про заощадження і витрати відповідно до теорії життєвого циклу та з легкістю знаходять правильні способи заощаджувати і витратити;

4) очікувана прибутковість інвестицій обліковується за стандартною теорією ціноутворення на активи (the Capital Asset Pricing Model – CAPM), коли відмінності в очікуваних доходах визначаються лише різницею у ризику;

ринки є ефективними у тому сенсі, що на них ринкові ціни на активи дорівнюють фундаментальній вартості цих активів. Гіпотеза ефективних ринків (Efficient Markets Hypothesis – ЕМН) стверджує, що в будь-який момент часу ціна будь-якого та всіх активів і цінних паперів, що продаються, є правильною та відображає всю наявну інформацію. Вважається природним, що

люди можуть помилятися, але оскільки фінансові ринки є ефективними, то індивідуальні помилки не матимуть впливу на агрегованому рівні, адже ірраціональні суб'єкти, програючи у конкурентній боротьбі, втратять свої ресурси та зникнуть із фінансових ринків.

Починаючи з 1980-х рр. у межах тривалої конструктивної дискусії з прихильниками неокласичного підходу біхевіористи виявили значну кількість емпіричних підтверджень відхилень від ЕМН та CAPM, обґрунтували їх поведінкові пояснення і запропонували низку нових концепцій. В основу теорії фінансів було покладено такі припущення [9, с. 30–31; 11; 14]:

1. Поведінка суб'єкта є поєднанням раціональних та ірраціональних рішень. На відміну від *Econs* (раціональних максимізаторів), які орієнтовані на очікувані результати і мають стабільні переваги, *Humans* (звичайні люди) використовують евристичні методи обробки інформації, їх справжнє вподобання краще описує теорія перспектив, а процес навчання швидше відповідає моделі навчання методом спроб і помилок. Так, яскравим прикладом суб'єктивності, ірраціональності й емоційності фондового ринку є історія кризи в Голландії у 1636 р., коли головними об'єктами інвестицій були цибулини тюльпанів. У розпал тюльпаноманії вартість однієї цибулини дорівнювала 4600 флоринам, новій кареті, двом коням і повному комплекту упряжі. Люди продавали свої активи, щоб інвестувати гроші в цей вигідний бізнес на біржі (відомо, що один пивовар навіть обміняв свою пивоварню на 3 цибулини тюльпана) [11, с. 35].

2. Відповідно до поведінкової теорії портфелю людські бажання виходять за межі високих очікуваних доходів і низького ризику та враховують такі цінності, як соціальна відповідальність та соціальний статус. Х. Шефрін і М. Стетмен розглядають поведінкові портфелі як піраміди, що складаються з декількох шарів, кожен з яких має окремий «ментальний рахунок» («*mental accounting*»). Базові шари – це активи, призначені для забезпечення «захисту від бідності», вони представлені низькоризиковими інвестиціями. Вищі шари пов'язані з «надіями на багатство» і передбачають інвестування вже у ризикові активи із сподіваннями на високі прибутки [14, с. 14]. Ця ідея пояснює, чому індивідуальний інвестор може одночасно демонструвати як ризикову поведінку, так і стратегію уникнення ризику залежно від того, якого «ментального рахунку» це стосується.

3. Поведінкова теорія життєвого циклу обґрунтовує наявність певних перешкод, наприклад, обмеженої сили волі, що ускладнюють пошук і дотримання правильних способів заощадження і витрат.

4. За поведінковою теорією ціноутворення на активи відмінності в очікуваних доходах визначаються не лише відмінностями у рівнях ризику. Так, Р. Шилер довів, що ціни акцій змінюються швидше, ніж мали б із урахуванням

наявної ринкової інформації. Він пояснює це ірраціональністю поведінки інвесторів, які з різних причин можуть бути недооптимістичні або надпесимістичні щодо окремих акцій або ринку в цілому [6].

5. Ринки не є ефективними. Інвестори роблять помилки при обробці інформації і тому реагують на неї не завжди адекватно. Помилки окремих інвесторів корелюють між собою і, отже, не компенсують одна одну. Можливості арбітражу обмежені, тобто наявності раціональних інвесторів недостатньо для того, щоб зробити фінансові ринки ефективними.

На відміну від неокласичної теорії, поведінкова економіка виходить з принципів обмеженої раціональності, обмеженої сили волі (непослідовної реалізації переваг) та обмеженої егоїстичності (врахування інтересів інших людей при реалізації власних цілей). Р. Талер пояснює обмеження у раціональності економічних суб'єктів щодо організації, формулювання і оцінювання їх фінансових рішень уже згаданою теорією «ментальних рахунків»: економічні суб'єкти формують окремі «ментальні рахунки» і приймають рішення щодо цих рахунків ізольовано, не розглядаючи їх як сукупні фінансові активи. Наприклад, люди зазвичай відокремлюють у сімейному бюджеті поточні побутові витрати від витрат на дозвілля, при цьому кошти одного рахунку не можуть використовуватися для сплати нецільових статей витрат. Тому у людини можуть одночасно бути і строковий депозит, і заборгованість за споживчим кредитом. Як правило, така поведінка не відповідає принципу максимізації функції корисності й скорочення витрат і призводить до додаткових витрат [15, с. 101]. Р. Талер для пояснення своєї теорії наводить приклад поведінки таксистів. Для них кожний робочий день є нібито окремим «ментальним рахунком». Тому у день, коли пасажирів багато, таксист працює менше часу, ніж у день з невеликою кількістю замовлень, орієнтуючись на певну цільову планку щоденного заробітку. Це суперечить поведінці раціональної людини, яка б мала працювати більше у той день, коли на її послуги є більший попит [2]. На фондовому ринку також іде розділення доходів (дивідендів та курсу акцій) на різні рахунки, що слабко пов'язані один з одним. Тобто заробляти на спекуляції цінними паперами вважається зовсім іншою справою, ніж очікувати, коли тобі сплатять дивіденди.

Проблема обмеженої сили волі лежить у сфері міжчасового вибору та проявляється в тому, що люди часто здійснюють певні дії, навіть знаючи при цьому, що наслідки цих дій не відповідають їх власним довгостроковим інтересам. У моделі «планувальника» Р. Талера та Х. Шефріна [5, с. 394] індивід є одночасно і короткозорим «діячем», що оцінює варіанти своєї поведінки лише поточною корисністю, і далекоглядним «планувальником», який ураховує корисність протягом усього життя. Проте процес планування зазнає впливу ефекту дисконтування, що полягає у наданні більш високих переваг по-

точним благам порівнянно з майбутніми, у результаті чого люди діють так, щоб уникнути короткострокових втрат, які вони «не люблять» більше, ніж «люблять» довгострокові вигоди. Тому «планувальник» може або примушувати «діяча» зменшити поточне споживання, зазнаючи додаткових психологічних витрат використання сили волі, або нав'язати певні правила, які б обмежили діапазон його свободи вибору. Наприклад, природно, що готовність створювати пенсійні заощадження (тобто відмовлятися від частини поточного споживання), особливо у працівників молодого віку, не може бути високою. У цьому випадку державне обов'язкове пенсійне страхування, що примушує працівників регулярно робити відрахування із заробітної плати на пенсійне забезпечення в автоматичному режимі, виступає «компенсатором» недостатньої сили волі, запобігає інвестиційній «короткозорості».

Важливим висновком поведінкової економіки є те, що когнітивні помилки та відхилення можна передбачити, врахувати в економічному аналізі та спробувати подолати за допомогою певних інструментів. Р. Талер, запропонувавши «теорію спонукання» («nudge theory»), показав, як можна «коригувати» поведінку, допомагати людям усунути або зменшити помилки в судженнях, спонукати індивідів до прийняття нормативно правильних рішень, що більшою мірою відповідають їх довгостроковим інтересам. На його думку, для того, щоб люди щось зробили, треба зробити так, щоб це було просто, й усунути зайві бар'єри. Інакше кажучи, основна частина економічних суб'єктів обирає «лінивий» варіант дій, який пропонується «за замовчуванням». Тому «теорія спонукання» має неабияке практичне значення з точки зору імплементації поведінкових інсайтів у регуляторну політику. Існує багато прикладів успішного застосування цієї теорії – пропаганда здорового способу життя у школах, продаж сигарет у супермаркетах із закритих полиць, заборона виставляти на найбільш помітні місця у магазинах «шкідливі» продукти харчування, обмеження на розмір дози алкогольних напоїв у меню ресторану, регулярна лотерея серед водіїв, які дотримуються ПДР тощо. Сам Р. Тайлер консультував прем'єр-міністра Великої Британії Д. Кемерона та президента США Б. Обаму. Цікаво, що одне з завдань, які він вирішував, полягало у подоланні опору населення медичній реформі, т. зв. Obamacare. І коли Д. Трамп пообіцяв покінчити з цією реформою, він зіткнувся з тим, що багато американців уже з нею погодилися.

Найбільш відомим прикладом застосування «теорії спонукання» є розроблена Р. Талером разом з Ш. Бенарці програма для співробітників американських фірм «Save More Tomorrow» («Зберегти більше завтра»), механізм якої збільшує пенсійні накопичення шляхом подолання проблем обмеженої сили волі та інших поведінкових перешкод. Запорукою успіху цієї програми стали чотири складові [3]: 1) працівникам пропонують визначитися, чи по-

трібно їм збільшувати у довгостроковій перспективі свої заощадження ще до підвищення їх заробітної плати, тому це рішення не потребує вибору між поточним та майбутнім споживанням, а швидше – між споживанням у різний час у майбутньому. Це значно знижує ефект дисконтування і пом'якшує проблему обмеженої сили волі; 2) якщо працівник вирішує приєднатися до програми, його вступний внесок стягується не одразу, а з першої зарплати після її підвищення, тобто знов усувається загроза скорочення поточного рівня доходів; 3) автоматичне підвищення ставки внесків із зростанням зарплати до моменту досягнення заздалегідь встановленого максимуму внеску обумовлюють інерцію та зміщення статусу-кво, що утримують людей у програмі; 4) працівник має можливість відмовитися від участі у програмі у будь-який час, що схиляє працівників приєднатися та нівелює ризик одномоментної нерациональної поведінки при прийнятті ключового рішення.

Обмежена егоїстичність як передумова поведінкового підходу знаходить прояв у тому, що люди, приймаючи рішення, опікуються не лише рівнем власного добробуту, а й рівнем добробуту інших людей. Тому уявлення про справедливість є фактором, що суттєво впливає на економічну поведінку. Люди готові витратити свої ресурси, щоб покарати інших за нечесну поведінку або порушення норм моралі, а також, щоб винагородити тих, хто їм допоміг, або зробив результат більш справедливим, з їх точки зору.

Виділяючи два важливих аспекти поведінкових фінансів – інвесторів та ринки, вчені [4; 8; 10] розрізняють два рівня дослідження – мікро- та макро-рівень. На мікрорівні розглядається прийняття рішень індивідуальними інвесторами та аналізуються відхилення у їх поведінці від поведінки раціональних суб'єктів. На макрорівні досліджується, як поведінка економічних суб'єктів визначає ціни на активи та пояснює їх динаміку, впливає на ефективність ринків та можливості арбітражу.

Складовими інструментарію мікроповедінкових фінансів є психологічні концепції та евристики. Серед ключових психологічних концепцій слід виділити такі:

– теорія подвійного процесу прийняття рішень. Д. Канеман на результатах численних експериментів продемонстрував, що когнітивний процес суб'єкта (тобто процес сприйняття та обробки інформації, прийняття рішень) відбувається у межах двох відносно відокремлених систем психіки – інтуїтивної (автоматичної, такої, що зазнає значного впливу асоціацій, зі швидким переходом до висновків, здебільшого несвідомих та заснованих на евристиках) та логічної (осмисленої, свідомої, логічної, повільної та такої, що потребує зусиль). Причому людською поведінкою у більшості випадків управляють саме інтуїція і когніції (психічні новоутворення, що формуються на основі знань, очікувань, оцінки та попереднього досвіду), а раціональне мислення викорис-

товується лише для коригування [1]. Отже, інтуїтивна система має домінуючий вплив на те, як ми приймаємо рішення, а її залежність від евристик може призводити до передбачуваних та систематичних помилок;

– теорія перспектив, яка постулює чотири нові концепції у системі індивідуальних ризик-переваг [16, с. 18]: 1) інвестори оцінюють активи відповідно до вигравів та втрат, а не за кінцевим багатством («ментальні рахунки»), індивідууми визначають виграв та програш відносно певної контрольної точки, яка, як правило, є їх наявним статусом-кво або поточним рівнем багатства; 2) суб'єкти менш схильні до втрат, ніж заохочувані виграшами (ефект уникнення втрат). Саме це спонукає окремих інвесторів продавати всі свої акції в періоди сильних хвилювань на ринку. Через страх перед втратами вони схильні надто довго втримувати «слабкі» цінні папери і надто швидко продавати «сильні». В середньому інвестори тримають прибуткові акції 104 дні, в той час як збиткові – 124 дні [11, с. 39]; 3) економічні суб'єкти більш схильні до ризику у сфері втрат та уникають ризику у сфері вигравів; 4) індивідууми переоцінюють низькі ймовірності та недооцінюють високі (функція зваженої ймовірності);

– ефект фреймінгу (framing), згідно з яким обрані переваги суттєво залежать від того, в який спосіб були представлені суб'єкту, що обирає, можливі альтернативи. Тобто люди часто роблять вибір по-різному, якщо питання ставиться по-іншому, навіть якщо об'єктивні факти і сутність питання залишаються незмінними.

Аналіз літератури дозволяє стверджувати, що єдиної поведінкової теорії прийняття рішень поки що не існує, оскільки помилки, перелік яких постійно зростає, часто пояснюються різними дослідниками паралельними, взаємодоповнюючими, а іноді й суперечливими ідеями. Втім усі суб'єктивні фактори, що визначають поведінкові відхилення, залежно від способу їх впливу на поведінку інвестора, можна поділити на дві групи [11; 13]: емоційні фактори і когнітивні процеси (фактори неправильної оцінки наявної інформації).

Емоційні інвестиційні рішення приймаються на основі відчуттів, а не раціонального розрахунку. Емоції виникають спонтанно і підсвідомо, тому нівелювати їх вплив дуже складно, але, усвідомлюючи їх наявність, можна його передбачити. Серед емоційних чинників фондового ринку виділяють:

– самовпевненість – перебільшення рівня власних знань та можливостей контролювати ситуацію, що спричиняє надмірні й недостатні реакції на поточну інформацію. Так, самовпевнені гравці ринку, сподіваючись отримати надприбутки зі своєї, як вони вважають, повної поінформованості, азіотажно скуповують чи продають акції, прекрасно знаючи, що стратегії, засновані на високих оборотах торгівлі, працюють гірше за стратегії, які засновані на придбанні та зберіганні акцій [12, с. 14]. Самовпевненість підсилюється під дією

оптимізму (дотримання нереалістично позитивних поглядів щодо власних можливостей), самоатрибуції (розцінювання своїх успіхів як результату власних навичок, а невдач – як випадковостей [14] та ефекту передбачення (після настання події суб'єкту здається, що він знав, що подія відбудеться, а тому й здатний передбачити і майбутні події);

– ефект володіння (endowment effect) – інвестор цінує активи, якими володіє, вище за аналогічні на ринку і, як наслідок, продовжує тримати цінні папери знайомих компаній;

– когнітивний дисонанс – індивід ігнорує нову інформацію, що суперечить його уявленням або ставиться до неї із скептицизмом;

– ілюзія контролю. Люди оцінюють імовірність тієї чи іншої події залежно від їх віри, що своїми діями вони можуть вплинути на результат цієї події. Якщо результат є бажаним для суб'єкта, то він вважає його більш імовірним, і навпаки. Так, імовірність втрати всіх вкладених коштів інвестори оцінюватимуть нижче, якщо вони знають, як розпорядитися цими коштами, і впевнені в успіху.

Щодо когнітивних факторів, то в поведінкових фінансах прийняття рішень розглядається на основі теорії перспектив, фреймінгу та евристичних спрощень. Евристики – це когнітивні механізми, що автоматично використовуються людиною та спрощують процес прийняття рішень. До евристичних спрощень інвестори вдаються при прийнятті швидких рішень та у зв'язку з необхідністю оперувати великою кількістю даних. Евристики можуть бути досить корисними для вирішення певного кола завдань, оскільки вони зменшують потреби людини в додаткових когнітивних ресурсах, необхідних для вирішення проблеми і полегшують процес обробки даних та прийняття рішення. З другого боку, прийняття рішень на основі евристичних спрощень веде до виникнення систематичних помилок. На відміну від емоцій, когнітивні відхилення можна коригувати навчанням або шляхом збільшення поінформованості економічних суб'єктів. Основними вважаються евристики доступності, репрезентативності, прив'язки та коригування.

Що стосується макрорівня аналізу, то за теорією традиційних фінансів ірраціональна поведінка окремих інвесторів не може вплинути на загальну ефективність фінансових ринків, по-перше, через те, що в процесі агрегації індивідуальні помилки взаємно нівелюватимуть одна одну і, по-друге, завдяки арбітражу і конкуренції, що усувають вплив нераціональних агентів на ринок у цілому. Прихильники поведінкових фінансів відповіли на перший аргумент відкриттям і документуванням ринкових аномалій, емпіричних фактів, які різко контрастували з гіпотезою ефективних ринків. Серед них: фінансові бульбашки, надмірна або недостатня реакція ринку на поточну інформацію, імпульси (momentum) та розвороти (reversals), відхилення ринкових цін від

фундаментальної вартості активів (mispricing), що призводить до нерационального використання обмежених фінансових ресурсів і, як наслідок, – до втрат в економіці. Відповіддю на другий аргумент неокласиків став розвиток теорій про нерациональних трейдерів та ліміти арбітражу. Нерациональні трейдери (noise traders) – це ті, хто приймає рішення на основі інформаційного або емоційного «шуму», а не рационального аналізу інформації. Арбітражер – це професійний учасник фінансового ринку, який знає фундаментальну вартість певного активу і проводить операції відповідно до традиційної теорії інвестування, тобто продає переоцінені та купляє недооцінені активи. Тобто з точки зору гіпотези ефективних ринків арбітражери виконують функцію нівелювання відхилень ринкової ціни на цінні папери від її фундаментальної вартості. Проте коригування неефективності арбітражем не завжди можливе, тому реальні ціни можуть відрізнятись від фундаментальних. Н. Барберис і Р. Талер зазначають, що стратегії, спрямовані на виправлення помилкового ціноутворення можуть бути ризикованими і витратними, що робить їх непривабливими для арбітражерів, аналізують види ризику і витрат та наводять приклади існування неефективності ринків [4]. На думку А. Шлейфера та Р. Вішні, арбітражери добре розуміють ризики та можуть утриматись від входження в ринок, і навіть збільшити цінову різницю між ринковою та фундаментальною вартістю своїми діями [7]. Тобто очікуючи значного стійкого відхилення, рациональні інвестори замість того, щоб протистояти нерациональним інвесторам, можуть об'єднуватись з ними, намагаючись отримати прибуток.

Висновки. На запитання про його головний внесок в економічну науку, Нобелівський лауреат 2017 р. Р. Талер відповів: «Я довів, що економічні агенти є людьми». Теоретичні та прикладні дослідження з поведінкових фінансів показують, що в економіці, де взаємодіють рациональні та іррациональні суб'єкти, іррациональність може мати істотний і тривалий вплив на ринки та економічну поведінку. В результаті вивчення іррациональної природи поведінки суб'єктів на фінансовому ринку виникли нові моделі, що мають більші прогностичні можливості та широту охоплення фінансово-економічних явищ. Оскільки аномалії ринку завдають руйнівного впливу на добробут як окремих суб'єктів, так і суспільства в цілому, необхідно вживати заходів щодо їх запобігання. Така профілактика може відбуватись лише за умов посилення обізнаності інвесторів щодо їх психологічних та поведінкових обмежень. Тому поведінкові фінанси містять перспективи кращого розуміння поведінки фінансового ринку та можливості для інвесторів прийняття кращих інвестиційних рішень на основі розуміння потенційних підводних каменів. Крім того, сучасна практика врахування висновків поведінкових досліджень при прийнятті політичних рішень підтверджує достатній потенціал поведінкових моделей впливати на економіко-політичні реалії.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Канеман Д., Словик П., Тверски А. Принятие решений в условиях неопределенности: правила и предубеждения. Харьков: Изд-во «Гуманитарный центр», 2005. 632 с.
2. Thaler R. Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*. 1999. Vol. 12. P. 183–206.
3. Thaler R. H., Benartzi S. Save More Tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving. *Journal of Political Economy*. 2004. № 112. P. 164–187.
4. Thaler R., Barberis N. A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*. 2003. URL: http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf (дата звернення 20.08.2018).
5. Thaler R. H., Shefrin H. M. An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*. 1981. № 89. P. 392–406.
6. Шиллер Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками. Москва: Альпина Паблишер, 2017. 418 с.
7. Shleifer A., Vishny R. The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*. 1997. № 1(52). P. 35–55.
8. Ritter J. R. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2003. № 4. P. 429–437.
9. Statman M. Behavioral finance moves into its second generation. *Journal of Financial Planning*. May 2018. P. 30–32.
10. Ілляшенко П. Поведінкові фінанси: історичний огляд і основні засади *Вісник національного банку України*. 2017. Березень. С. 30–57.
11. Карпишин Н. І. Поведінкові фінанси та їх вплив на фондовий ринок. *Управління фінансами держави, регіону, підприємства та домогосподарства: погляди науковців і практиків: зб. тез доп.* Тернопіль: Вектор, 2016. С. 34–39.
12. Кізіма Т. Поведінкові фінанси у концепціях класичної та інституціональної теорій. *Світ фінансів*. 2013. № 3. С. 7–18.
13. Ліпич М. А. Поведінкові фінанси: концептуалізація поняття. *Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова*. 2014. Т. 19. Вип. 3/4. С. 54–58.
14. Byrne A., Utkus S. Behavioural finance guide. URL: <https://www.vanguard.co.uk/documents/portal/literature/behavioural-finance-guide.pdf> (дата звернення 20.08.2018).
15. Симочкин Д. И. Объединяя экономику и психологию: теоретические и практические аспекты (Нобелевская премия по экономике 2017). *Мир новой экономики*. 2018. № 12(2). С. 98–109.
16. Гришина Н. П. Проблема принятия инвестиционных решений с точки зрения практики поведенческих финансов. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/problema-prinyatiya-investitsionnyh-resheniy-s-tochki-zreniya-praktiki-povedencheskih-finansov> (дата звернення 20.08.2018).

REFERENCES

1. Kaneman, D., Slovik, P., & Tverski, A. (2005). *Prinyatie resheniy v usloviyah neopredelennosti: Pravila i predubezhdeniya* [Decision Making under Uncertainty: Rules and Prejudices]. Harkov: Izd-vo «Gumanitarnyyiy tsentr» [in Russian].

2. Thaler, R. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, 183–206.
3. Thaler, R. H., & Benartzi, S. (2004). Save More Tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving. *Journal of Political Economy*, 112, 164–187.
4. Thaler, R., & Barberis, N. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*. Retrieved from http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf.
5. Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89, 392–406.
6. Shiller, R. (2017). *Irratsionalnyi optimizm: Kak bezrassudnoe povedenie upravlyaet ryinkami [Irrational optimism: How reckless behavior drives markets]*. Moskva: Alpina Publisher [in Russian].
7. Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 1(52), 35–55.
8. Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 429–437.
9. Statman, M. (2008, May). Behavioral finance moves into its second generation. *Journal of Financial Planning*, 30–32.
10. Illiashenko, P. (2017, March). Povedinkovi finansy: istorychnyi ohliad i osnovni zasady [Behavioral Finance: A Historical Review and Fundamentals]. *Visnyk natsionalnoho banku Ukrainy – Bulletin of the National Bank of Ukraine*, 30–57 [in Ukrainian].
11. Karpushyn, N. I. (2016). Povedinkovi finansy ta yikh vplyv na fondovyi rynek [Behavioral Finance and their Impact on the Stock Market]. *Upravlinnia finansamy derzhavy, rehionu, pidpriemstva ta domohospodarstva : pohliady naukovtsiv i praktykiv [Management of state, region, enterprise and household finance: the views of academics and practitioners]*. Ternopil: Vektor, 34–39 [in Ukrainian].
12. Kizyma, T. (2013). Povedinkovi finansy u kontseptsiiakh klasychnoi ta instyutsionalnoi teorii [Behavioral finance in the concepts of classical and institutional theories]. *Svit finansiv – The world of finance*, 3, 7–18 [in Ukrainian].
13. Lypych, M. A. (2014). Povedinkovi finansy: kontseptualizatsiia poniattia [Behavioral finance: key concepts]. *Visnyk ONU imeni I. I. Mechnykova – Odesa National University Herald*, 19(3/4), 54–58 [in Ukrainian].
14. Byrne, A., & Utkus, S. (2013). *Behavioural finance guide*. Retrieved from <https://www.vanguard.co.uk/documents/portal/literature/behavioural-finance-guide.pdf>.
15. Simochkin, D. I. (2018). Obyedinyaya ekonomiku i psihologiyu: teoreticheskie i prakticheskie aspekty (Nobelevskaya premiya po ekonomike 2017) [Combining economics and psychology: theoretical and practical aspects (Nobel Prize in Economics 2017)]. *Mir novoy ekonomiki – World of new economy*, 12(2), 98–109 [in Russian].
16. Grishina, N. P. (2012). *Problema prinyatiya investitsionnykh resheniy s tochki zreniya praktiki povedencheskih finansov [The problem of making investment decisions in terms of the practice of behavioral finance]*. Retrieved from <https://cyberleninka.ru/article/n/problema-prinyatiya-investitsionnyh-resheniy-s-tochki-zreniya-praktiki-povedencheskih-finansov> [in Russian].

Стаття надійшла до редакції 21.08.2018 р.

Стаття пройшла рецензування 06.09.2018 р.

Стаття рекомендована до опублікування 17.09.2018 р.

О. А. НАБАТОВА

кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической теории Национального юридического университета имени Ярослава Мудрого, Украина, г. Харьков

**ОТ ГИПОТЕЗЫ ЭФФЕКТИВНЫХ РЫНКОВ К ТЕОРИИ
ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ**

В статье раскрыта сущность поведенческих финансов, особое внимание уделено сравнительному анализу теоретических основ традиционных и поведенческих финансов. Определены основные принципы поведенческого подхода к исследованию принятия экономическими субъектами финансовых решений. Охарактеризована структура теории поведенческих финансов и систематизированы их инструменты.

Ключевые слова: поведенческие финансы, гипотеза эффективных рынков, иррациональное поведение, когнитивные ошибки, эвристики, лимиты арбитража, теория перспектив, фрейминг.

О. О. NABATOVA

Ph.D. in Economics, Associate Professor of the Economic Theory Department, Yaroslav Mudryi National Law University, Ukraine, Kharkiv

**FROM THE EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS
TO THE BEHAVIORAL FINANCES THEORY**

Problem setting. Behavioral finance has been actively developing over the past decades as a response to the inability of traditional finance to explain a number of anomalies that arise in the financial markets due to the systematic deviation of the economic actors' behavior from the rationality principle. Understanding of behavioral aspects can explain the markets ineffectiveness, assess their current state and probable changes in the future more accurately, identify peculiarities of irrational financial behavior of professional and nonprofessional investors.

Recent research and publications analysis. The founders of behavioral finance are D. Kaneman, A. Tverski, R. Thaler, R. Schiller. They began a productive discussion with the representatives of the neoclassical direction on the problems of financial markets inefficiency. Various aspects of behavioral finance and their evolution are studied by N. Barberis, V. De Bondt, R. Vishny, J. Ritter, M. Statman, H. Shefrin, A. Schleifer etc. In Ukraine this direction is represented by the works of P. Ilyashenko, N. Karpishin, T. Kizima, M. Lypych, and others. Meanwhile the issue of analyzing behavioral factors in the process of financial decisions making has not yet been sufficiently highlighted. In particular, the theoretical and methodological principles of this direction are needed the further research.

Paper objective. The purpose of the article is to study the theoretical basis of behavioral finance compared to traditional finances, generalization and systematization of the basic

principles and tools of the behavioral approach to the study of the process of financial decisions making.

Paper main body. The basis of the behavioral finance is the following assumptions: the behavior of the subject is a combination of rational and irrational decisions; behavioral portfolios are considered as pyramids consisting of several levels, each of them has a separate «mental account»; there are some obstacles that make it difficult to find and adhere the rational ways of saving and spending; markets are not effective, investors make mistakes in processing information and therefore their reaction to it is not always adequate; arbitration possibilities are limited. Behavioral finances are based on the principles of limited rationality, limited willpower and limited selfishness. At the micro level, individual investors decision-making is considered and the deviations in their behavior from the rational one are analyzed. The tools of micro-behavioral finance are psychological concepts and heuristics. Subjective factors that determine behavioral deviations can be divided into two groups: emotional factors (self-confidence, optimism, self-attribution, the endowment effect, the illusion of control) and cognitive processes (factors of incorrect assessment of available information). At the macro level, the behavior of economic actors that determines asset prices, affects market efficiency and arbitrage facilities is investigated.

Conclusions of the research. The theoretical and empirical research on behavioral finance proves that in an economy where rational and irrational actors interact, irrationality can have a significant and long-term impact on markets and economic behavior. As a result of studying the irrational nature of the actors' behavior in the financial market, the new models have emerged. They have greater predictive capabilities and wider coverage of financial and economic phenomena. As the market anomalies have a devastating effect on the welfare of both individual actors and society as a whole, it is necessary to take measures to prevent them. Such prevention can take place only if investors are more aware of their psychological and behavioral constraints. Therefore, behavioral finances contain prospects for a better understanding of the behavior of the financial market and opportunities for investors to make better investment decisions based on understanding potential pitfalls.

Short Abstract for the article

Abstract. In the article the essence of behavioral finance is considered, the special attention is paid to the comparative analysis of the theoretical foundations of traditional and behavioral finance. The main principles of the behavioral approach concerning the process of financial decisions making are highlighted. The structure of the behavioral finance theory is described and its tools are systematized.

Key words: behavioral finance, efficient markets hypothesis, irrational behavior, cognitive mistakes, heuristics, limits of arbitration, prospective theory, framing.

Article details:

Received: 21 August 2018

Revised: 06 September 2018

Accepted: 17 September 2018