

ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ ЯК НОВИЙ НАПРЯМ ДОСЛІДЖЕНЬ СУЧАСНОЇ ФІНАНСОВОЇ НАУКИ

Тернопільський національний
економічний університет,
Міністерство 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 й ірраціональна фінансова поведінка, психологія прийняття фінансових рішень, теорії поведінкових фінансів, “ефект натовпу”, “ефект інформаційного каскаду”, “ілюзія контролю”, “ефект капкана”.

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 й, зокрема, у неокласичній теорії середини ХІХ століття займали положення про раціональний і цілком прогнозований характер економічної поведінки окремого індивіда. Абсолютно раціональна, тобто побудована на розумному обґрунтуванні доцільності й основних векторів своєї економічної діяльності, людина визнавалася важливим чинником економічного прогресу. Принципи раціоналізму в 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 й раціональності” [1, с.13].

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

Відтак популярність інституційної теорії була зумовлена 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 головних мотивів поведінки людини.

Саме на базі виявлення таких чинників і дослідження їх впливу на процес прийняття фінансових рішень виник новий напрям сучасної фінансової науки – поведінкові фінанси, які “враховують ірраціональну природу поведінки інвесторів і фінансистів на

ринку в умовах невизначеності й ризику при прийнятті рішень фінансово-інвестиційного характеру” [2, с.90].

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

Результати. У 1957 році американський психолог російського походження Леон Фестингер сформулював “теорію когнітивного дисонансу” [3; 4], суть якої полягала в такому. Якщо ситуація в реальному житті складається далеко не так, як очікувала сама людина, то мимоволі виникає певний дисонанс, тобто індивід вступає в протиріччя із самим собою, підтасовуючи радше під себе факти, аніж змінюючи власну точку зору. На практиці це може проявлятися таким чином: інвестор, котрий утратив гроші в результаті неправильно прийнятого рішення, не признаватиме факту власної помилки, а намагатиметься всю вину перекласти на “неправильність” ринку. Тобто в цьому разі 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 базу для розвитку поведінкових фінансів. Учені продемонстрували, що люди здатні бачити тенденції й зв’язки там, де їх насправді немає, і приймати рішення, ґрунтуючись на цих уявних тенденціях і зв’язках. Д.Канеман та Е.Тверські вперше документально підтвердили прояв нерациональної поведінки людей як наслідок неправильного сприйняття й обробки інформації та довели, яким чином помилки судження з’являються й укорінюються в способі людського мислення.

Однак сучасні науковці вважають, що поведінкові фінанси як наука виникли в 1985 році, коли в журналі *Journal of Finance* були опубліковані дві важливі роботи [6; 7], присвячені дослідженню впливу психологічних факторів на рух біржових котирувань й отримувану інвесторами дохідність. Пізніше вчені-фінансисти, стикаючись із неспроможністю пояснення багатьох явищ на фінансових ринках у рамках класичних теорій, почали активно досліджувати взаємозв’язок між особливостями людської психології та проблемами ринкової поведінки інвесторів. “Економіст може намагатися не надавати особливого значення психології, проте абсолютно неможливо не звертати увагу на людську природу” [8, с.115], – переконані вчені. Причому важливо зазначити, що найбільш вагомі дослідження й відкриття, зроблені у сфері поведінкових фінансів, належать саме американським і західноєвропейським дослідникам.

Один із перших прикладів нерациональної 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. Результати досліджень доводять, що близько 35% присутніх у групі людей дотримуються думки цієї ж групи (і 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 Бернард Барук. Дійсно, досить часто інвестор приймає рішення, спостерігаючи за діями інших учасників ринку й 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 в 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.

З 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, агіотажно 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 вчені Т.В.Ващенко і В.П.Лісіцина стверджують, що всі суб’єктивні фактори, які провокують ірраціональну поведінку інвесторів на ринку, доцільно групувати таким чином:

- фактори, пов’язані з помилковим сприйняттям дійсності або неправильною 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 вже наявної в інвестора інформації, унаслідок чого він починає надавати їй надто великого значення (і тоді, коли вона жодним чином не стосується прийняття правильного рішення), та ігнорування дійсно значимих фактів. Більше того, експертами доведено: навіть якщо людина знає про непотрібність наявної в неї інформації, ця інформація все рівно 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 імовірніший результат тієї чи іншої події, якщо отримують будь-яку додаткову інформацію, котра не має прямого стосунку до справи й котра певною мірою відволікає їх від початкового рішення (із 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 в 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, у порівнянні з якою здійснюється оцінка людиною наступних явищ і подій. “Ефект якоря” активно застосовується під час продажу різного роду товарів і послуг, у тому числі й фінансових. Так, продавці доволі часто пропонують клієнтові 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 зворотний вплив, що зумовлено такими основними чинниками:

- інвестори досить часто сприймають доступну їм (однак доволі обмежену) інформацію за вичерпну й достатню;
- навіть володіючи необхідною і достатньою інформацією, інвестори нерідко застосовують неправильні методи для її оцінки;
- інвестори (особливо початківці), опрацьовуючи певний масив 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 з емоційним станом людини. До таких факторів, зокрема, належать:

- “ефект консерватизму”, суть якого проявляється в надто повільній зміні людиною власних переконань під впливом нової інформації. Це означає, що коли людина має певну попередньо сформовану думку стосовно конкретного об'єкта, 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 в порівнянні з більшим за обсягом, однак менш імовірнісним доходом. Це означає, що інвестор надає перевагу подіям чи результатам, які точно відомі заздалегідь, відносно результатів і подій, які є просто ймовірними;

- “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 утрат був найвищим;

- “ефект компетентності” доводить, що інвестори схильні більше ризикувати в тих сферах, де вони вважають себе більш компетентними, незалежно від того, чи зможуть їхні поінформованість і професіоналізм якимось чином вплинути на ймовірність того або іншого результату;

- “ефект капкана” – 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 й аномалії, котрі водночас є закономірностями поведінки інвесторів в умовах невизначеності та ризику, пояснюють багато фактів ірраціональної поведінки учасників фінансового ринку. Саме ці ефекти, отримані дослідницькі результати та створені на їх основі наукові теорії, що пояснюють поведінку інвесторів на ринку, сприяли виокремленню поведінкових фінансів у самостійний напрям 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 й 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. Тому, незважаючи на свою молодість, поведінкові фінанси здобувають усе

більше прихильників як в академічному світі, так і серед практиків. Наочним прикладом цього 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, урахувавши всі 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 все, звичайно ж, неможливо), і людина одразу стає безпорадною й розгубленою, здійснюючи вчинки, інколи кардинально протилежні запланованим початково.

Відтак дослідження різноманітних ринкових ситуацій та отримання численних прикладів, котрі підтверджують ірраціональну природу людської діяльності, у тому числі й 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 під час аналізу інформації та, зрештою, звичайних емоцій.

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

1. Шаститко А. Е. Новая институциональная экономическая теория / А. Е. Шаститко. – 3-е изд., перераб. и дополн. – М. : Эконом. ф-т 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.