

УДК 159.92;336.7

К. А. Малишенко,
к. е. н., доцент, доцент кафедри Фінансів та кредиту,
Інститут економіки та управління Кримського Гуманітарного Університету, м. Ялта

ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ ТА ЇХ ВПЛИВ НА ДИНАМІКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

К. Malyshenko,
Associate Professor, Associate Professor, Department of Finance and Credit Institute
of Economics and Management of the Crimean University for the Humanities, Yalta

BEHAVIOURAL FINANCE AND THEIR IMPACT ON THE STOCK MARKET DYNAMICS

Мета. Метою дослідження є пошук альтернативних теорій, які можна використовувати при розробці більш ефективних, ніж існуючі, механізмів протидії міжнародним тенденціям дестабілізації фондових ринків, для вирішення актуальних проблем, пов'язаних зі стабільністю та ефективністю їх функціонування.

Методика дослідження. Досліджено теоретичні основи поведінкових фінансів як напряму фінансового менеджменту, що враховує ірраціональну природу поведінки інвесторів і фінансистів на ринку в умовах невизначеності і ризику при прийнятті рішень фінансово-інвестиційного характеру з використанням традиційних методів — порівняння та співставлення.

Результати. Відповідно до теорії поведінкових фінансів, ефект стадної поведінки полягає в наслідуванні учасниками фондового ринку інвестиційної стратегії більш досвідчених гравців або приєднання до існуючої на ринку тенденції, керуючись поведінковими факторами.

Наукова новизна. У статті аналізується сутність поведінкового підходу у дослідженнях ефективності фондових ринків, розглянуто виникнення і розвиток поведінкових фінансів у роботах вітчизняних і іноземних вчених.

Практичне значення. В умовах надто позитивної оцінки перспектив розвитку певної групи компаній або галузі, ефекти надмірної реакції і стадної поведінки призводять до необґрунтованого зростання цін на акції таких компаній і формування спекулятивних бульбашок.

Purpose. The aim of the study is to look for alternative theories that can be used in developing more effective than existing, mechanisms to counteract destabilization of international trends in stock markets, to address the pressing problems associated with the stability and efficiency of their operation.

Research methodology. The theoretical foundations of behavioral finance as the direction of financial management, taking into account the nature of irrational behavior of investors and financiers in the market in the face of uncertainty and risk in decision making financial and investment-using traditional methods — comparison and matching.

Results. According to the theory of behavioral finance, the effect of herd behavior is the imitation of stock market investment strategy more experienced players or accession to existing trends in the market, guided by behavioral factors.

Scientific novelty. The article analyzes the nature of the behavioral approach in the research efficiency of stock markets is considered the origin and development of behavioral finance in the works of local and foreign scientists.

The practical significance. Under conditions of very positive assessment of the prospects of a particular industry or group of companies, the effects of over-reaction and herd behavior leads to unnecessary increase in share prices of these companies and the formation of speculative bubbles.

Ключові слова: поведінкові фінанси, акції, евристика, відхилення, ефект, інвестор, арбітражні ризики, фундаментальні ризики, шумові ризики.

Key words: behavioural finance, stocks, heuristics deviation effect, an investor, arbitration risks, fundamental risks, noise risks.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Враховуючи ірраціональну природу діяльності інвестора на ринку, поведінкові фінанси дозволяють пояснити реакцію ринку в ситуаціях, коли класичні фінанси виявляються безсилі. За допомогою поведінкових фінансів можна справлятися з негативними наслідками

помилкових суджень та ілюзій сприйняття, передбачати дії учасників ринку і розробляти ефективні інвестиційні стратегії, що дозволяють добитися максимального ефекту від вкладеного капіталу.

Проблеми поведінкових фінансів часто викликаються надмірною самовпевненістю активних (відчайдушних) інвесторів, коли суб'єктивні завищені очікування інвестиційних перспектив, крім похибок фундаментального і технічного аналізу, мають і психологічне пояснення.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ ОЗНАЧЕНА СТАТТЯ

Дослідженню специфіки функціонування фондових ринків крізь призму поведінкових фінансів приділяли увагу такі зарубіжні вчені, як Талер, Шиллер, Акерлоф, Штайн, Хіршляйфер, Хонг, Тітман, Лаконішок та інші. Серед вітчизняних вчених слід виділити Н. Б. Рудик, Т.В. Ващенко, А. С. Гальчинський.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Метою дослідження є пошук альтернативних теорій, які можна використовувати при розробці більш ефективних, ніж існуючі, механізмів протидії міжнародним тенденціям дестабілізації фондових ринків, для вирішення актуальних проблем, пов'язаних зі стабільністю та ефективністю їх функціонування.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Численними дослідженнями зарубіжних, а в останні роки і вітчизняних вчених підтверджено, що діючи в умовах невизначеності і ризику, люди піддаються впливу цілого ряду ілюзій, емоцій, помилкового сприйняття інформації та інших "ірраціональних" чинників.

Саме на основі виявлення даних факторів і вивчення їх впливу на процес прийняття інвестиційно-фінансових рішень виникла нова фінансова наука — "поведінкові фінанси".

Поведінкові фінанси — напрям фінансового менеджменту, що враховує ірраціональну природу поведінки інвесторів і фінансистів на ринку в умовах невизначеності і ризику при прийнятті рішень фінансово-інвестиційного характеру.

Найбільш суттєві дослідження і відкриття, вчинені в даній області, належать західноєвропейським і американським ученим [1, с. 34—38].

"Першою ластівкою", яка намагалася пояснити на початку 1970-х рр. нерациональні властивості людської психіки, існування яких було офіційно підтверджено, стала теорія пізнавального дисонансу. Його суть полягає в тому, що в підсвідомості виникає конфлікт між нашими переконаннями і реальністю. Для уникнення конфлікту підсвідомість дозволяє при виникненні суперечності, подорожувати історичні факти так, щоб уникнути внутрішнього конфлікту. Вважається, що поведінкові фінанси як наука виникла в 1985 році, коли в журналі *Journal of Finance* було опубліковано дві важливі роботи, присвячені дослідженню впливу психологічних факторів на рух біржових котировань і отримуваним інвесторами прибутковості.

Вернер Де Бондт і Річард Тейлор у статті "Чи є надмірною реакція фондового ринку?" стверджували, що інвестори часто занадто гостро реагують на нову інформацію, незалежно від того, погана вона чи хороша. Результатом такої надмірної реакції є не виправдано високе (не-

відповідний економічному становищу компанії) зростання котировань, коли інформація позитивна, і не виправдано низьке їх падіння, коли інформація негативна [5, с. 45—49].

Херш Шефрін і Меір Стетман, автори статті "Схильність до занадто швидкого продажу акцій-переможців і занадто довгому утриманню акцій-програвших: теорія і докази", відзначали ефект схильності — характерною для інвесторів тенденцією занадто довго тримати в своїх портфелях акції, які не приносять прибутку, і занадто швидко продавати акції, що дають прибуток [7, с. 34—67].

Психологи Даніель Канеман і Амос Тверські в 1979 р. перетворили ряд теорій і припущень в теорію можливостей (Prospect Theory), яка пізніше стала основою нової дисципліни, названої "поведінковими фінансами" (Behavioral Finance). Автори поставили перед економістами завдання зосередитися не на ідеальних процесах вибору, а на тих, що реально використовуються людьми. Серед заданих ними питань був такий: "чи знайдеться мозок, здатний відтворити вимоги раціональної моделі та її похідної — теорії ефективного ринку?". Це питання дослідники поставили після того як вони об'єднали цілий ряд стандартних нерациональних переваг, на яких будується людське поведінку в єдину теорію [8, с. 34—67].

Щоб визначити властивості людського розуму вчені використовують терміни "евристика" (heuristics), "відхилення" (bias) і "ефект" (effect). Сутність евристики полягає в підсвідомому спрощення складних для сприйняття та аналізу процесів і понять, що призводить до помилкової оцінки ймовірностей, побудові суджень тільки на основі наявних фактів, недостатньою пристосованості суб'єкта до змін зовнішніх умов. Найбільш поширеним прикладом евристик є евристики репрезентативності, наявності та якоря. Відхилення — схильність людської свідомості до повторення певних процесів мислення і стратегій поведінки, в основі якої лежать специфічні властивості процесів збору та обробки інформації людиною в зіставленні з попередньо отриманими знаннями, наприклад, відхилення оптимізму, надмірного консерватизму і ілюзії контролю. Згадані евристики і відхилення стають причиною появи ряду ефектів: надмірною і недостатньою реакції, розумової бухгалтерії, стадної поведінки і багатьох інших, які призводять до відхилення котировань акцій від їх фундаментальної вартості, дестабілізації ситуації на фондових ринках та інших негативних ефектів [13, с. 34—67].

Одним з найбільш поширених прикладів впливу поведінкових факторів на процес прийняття інвестиційних рішень є ефект надмірної або недостатньої реакції учасників фондових ринків на новини, цінові тренди, прогнози та інші сигнали, на основі яких приймаються рішення купівлі-продажу цінних паперів. Передумовою появи згаданих ефектів на рівні евристик (в даному випадку — евристика репрезентативності) є аналіз репрезентативної вибірки даних, ототожнення різних за суттю явищ на основі несуттєвих ознак, ігнорування закону повернення до середнього при прогнозуванні, що призводить до помилкової оцінки інформації та її наслідків для цінової тенденції на ринку [9, с. 342]. Помилки в судженнях і прогнозах учасників ринку можуть бути також викликані дією евристики наявності: через переоцінку ваги інформації, підтверджується особистим досвідом суб'єкта або має більшого

поширення. Доведено, що інвестор, який нещодавно зробив невдалу інвестицію в акції певної компанії або сектора, буде занадто обережний при аналізі доцільності покупки аналогічних акцій в наступний раз. Вплив евристики якоря полягає в тому, що при аналізі будь-якого явища інвестори відштовхуються від певної точки відліку, з самого початку закладаючи помилку в майбутнього рішення. На рівні відхилень ефект надмірної реакції може бути викликаний відхиленням надмірного оптимізму, ілюзією контролю та ін. Ефект недостатньою реакції, як правило, викликаний відхиленням надмірного консерватизму, відхилення експертного судження і ряд інших, може бути причиною появи обох згаданих ефектів. На практиці, занадто впевнені у своїх аналітичних здібностях інвестори при прийнятті рішень покладаються лише на власні висновки і самостійно зібрану інформацію, особливо, якщо остання підтверджується попереднім досвідом такого інвестора, а не загальнодоступну інформацію, яка може виявитися більш достовірною. Таким чином, зростає попит на акції на основі недостовірної інформації, призводить до зростання цін у той час, як загальнодоступної інформації не приділяється належна увага і не спостерігається відповідна цінова динаміка після її появи на ринку. Прийняті таким чином інвестиційні рішення є помилковими і призводять до втрат нерациональних інвесторів, оскільки ціни почнуть рухатися в протилежному для них напрямі, до справедливого рівня, завдяки раціональним інвесторам, щоб захистити ринок від негативного впливу ефектів надмірної або недостатньої реакції, постраждають тільки окремі інвестори. Існування цього механізму ринкового саморегулювання не виключено поведінковим підходом, проте наголос робиться на обмеженості його можливостей. Згідно з традиційними теоріями, кожне необгрунтоване відхилення ціни від справедливого рівня, на зразок згаданого вище, повинно нівелюватися арбітражними операціями досвідчених, професійних учасників ринку, але поведінковий підхід базується на іншому припущенні: можливості таких арбітражних операцій обмежені, тому кожне подібне коливання цін може мати негативні наслідки не тільки для окремих інвесторів, але і для стабільності функціонування ринків взагалі. Обмеженість арбітражних операцій як механізму протидії тенденціям дестабілізації фондових ринків викликана наступними факторами:

— фундаментальні ризики, пов'язані зі зміною цін під впливом інформації про фундаментальної вартості активів і відсутності ідеальних субститутів акцій, які використовуються в арбітражних операціях;

— ризики шумовий торгівлі, які полягають у складності передбачення цінової динаміки та обрання вірної арбітражної позиції, оскільки в умовах обмеженої інформаційної ефективності ринків значна частина гравців приймає інвестиційні рішення на основі шуму — інформації, яка ще не з'явилася на ринку, невизначеність з приводу майбутніх умов попиту та пропозиції;

— обмеженість власних фінансових ресурсів робить дії арбітражерів недостатньо ефективними, більш того, інвестиційні горизонти залучених коштів часто виявляються занадто короткими для протидії ціновим трендам, які викликані і посилюються поведінковими факторами;

— транзакційні кошти, включаючи витрати на збір і аналіз інформації, якою можуть керуватися при прийнятті рішень нерациональні інвестори [8, с. 55].

Основним досягненням поведінкових фінансів можна назвати усвідомлення того факту, що в області фінансів, як і у всіх інших областях своєї діяльності, люди приймають рішення і діють під впливом сформованих стереотипів, ілюзій сприйняття, упереджених думок, помилок в аналізі інформації та самих звичайних емоцій.

На противагу ознаками раціональної поведінки, на яких ґрунтуються класичні фінансові теорії, поведінкові фінанси представляють наступні характеристики нерациональної поведінки, властиві сучасним учасникам фондових ринків [1, с. 34—38]:

1. Інвестори не дотримуються пасивних стратегій, мається на увазі теорія ефективних ринків. Вони дуже активно продають і купують цінні папери, часто використовуючи недостовірну чи застарілу інформацію, дотримуються порад "експертів", насправді не є такими, використовують різноманітні моделі для прогнозування майбутніх ринкових цін і недостатньо диверсифікують свої ринкові портфелі.

2. Інвестори не оцінюють ризиковані заходи відповідно до принципу максимізації очікуваної корисності. Вони не об'єктивно оцінюють ймовірні характеристики очікуваних результатів унаслідок відрази до втрат і переоцінки бажаних результатів. Також і остаточний результат розглядається не з точки зору рівня підсумкового добробуту, а в термінах вигравів і втрат, порівнюваних з деякою пороговою величиною, мінливою залежності від конкретної ситуації.

3. Інвестори прогнозують майбутні невизначені величини (наприклад, потік доходів, генерований деякою цінним папером), будують статистичні та ймовірнісні моделі, ґрунтуючись на інформації, що відноситься до короткострокового попереднього періоду, яка ніяк не може служити основою для застосування апарату теорії ймовірностей і математичної статистики.

4. Інвестори можуть приймати різні інвестиційні рішення, залежно від форми постановки завдання ("ефект оформлення"). Найбільш поширеним прикладом є питання вибору між акціями та облігаціями в якості довгострокового об'єкта інвестування. Якщо, оцінюючи привабливість облігацій, інвестор порівнює їх з довгостроковими акціями, він приймає рішення на користь останніх, за результатами, отриманими протягом значного періоду часу. Якщо ж об'єктом альтернативного варіанта вкладення є короткострокове вкладення в акції, то, як правило, найбільш привабливими здаються облігації.

5. Внаслідок властивого їм консерватизму і користуючись евристичним правилом репрезентативності, інвестори проявляють або недостатню, або надмірну реакцію, що впливає на формування цін на фінансові активи і, як наслідок, на величину одержуваного інвесторами доходу.

Особливо яскраво нерациональна поведінка проявляється в ситуації невизначеності і ризику, в яких і проходить вся підприємницька, інвестиційна, фінансова діяльність. Дуже важливою є та обставина, що впливу виявлених суб'єктивних факторів схильні абсолютно всі, незалежно від професійної підготовки, сфери діяльності і досвіду роботи. У складних життєвих ситуаціях, пов'язаних з невизначеністю і ризиком, люди поведуться однаково, роблячи ті ж помилки. Облік виявлених факторів поведінкових фінансів дозволить істотно підвищити ефективність фінансової стратегії і тактики учасників ринку.

Говорячи про недоліки концепції поведінкових фінансів, слід зазначити, що концепції поведінкових фінансів в основному не піддаються кількісному тестуванню на основі ринкової та економічної інформації. Таким чином, виявивши причини нераціонального поведінки, не можна визначити їх вплив на ринок.

Крім того, багато концепції суперечать один одному. Наприклад, відраза до втрат повинно вести до того, що трейдери будуть збільшувати обсяг або частоту торгівлі після втрат. З іншого боку, відхилення до прийняття підвищеного ризику на прибуток говорить про зворотне: трейдери, які заробили, будуть прагнути до підвищених ризиків. Підводячи підсумок всьому сказаному, варто відзначити, що, з одного боку, у формуванні ринкової вартості компаній чільну роль грають раціональні принципи такі, як фундаментальна оцінка вартості бізнесу та впливають на вартість фактори макро- і мікрорівня. З іншого боку, існує ряд негативних моментів фундаментального аналізу і гіпотези ефективного ринку, що свідчать про їх часткової застосовності для визначення та прогнозування справедливої вартості компанії на публічному ринку. Одним з таких опонентів є концепція поведінкових фінансів, що спростовують спочатку раціональність суб'єктів фондового ринку, а відповідно і багато висновків, що випливають з гіпотези ефективного ринку.

Враховуючи перераховані вище обмеження одного з ринкових механізмів саморегулювання, поведінковий підхід передбачає дослідження наслідків прийнятих під впливом поведінкових факторів інвестиційних рішень на стабільність функціонування фондових ринків, а не тільки добробут окремих інвесторів. Цей аспект є дуже важливим, бо поєднання дії кількох ефектів, наприклад, надмірної реакції і стадної поведінки, в умовах обмеженості механізмів саморегулювання, може призвести до значних негативних наслідків для стабільності функціонування фондових ринків.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Відповідно до теорії поведінкових фінансів, ефект стадної поведінки полягає в наслідуванні учасниками фондового ринку інвестиційної стратегії більш досвідчених гравців або приєднання до існуючої на ринку тенденції, керуючись поведінковими факторами. В умовах надто позитивної оцінки перспектив розвитку певної групи компаній або галузі, ефекти надмірної реакції і стадної поведінки призводять до необгрунтованого зростання цін на акції таких компаній і формування спекулятивних бульбашок.

Література:

1. Ващенко Т.В., Поведенческие финансы — новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития [Текст] / Т.В. Ващенко, Е.В. Лисицына // Финансовый менеджмент. — 2006, № 1. — С. 34—38.
2. Гальчинський А.С. Глобальні трансформації: концептуальні альтернативи. Методологічний аспект: [Текст] / А.С., Гальчинський, К.: Либідь, 2006. — 312 с.
3. Рудык, Н. Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью [Текст] / Н.Б. Рудык. — Москва, Издательство "Дело", 2004. — 430 с.

4. Akerlof George A., Shiller Robert J. (2009) "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism", Princeton: Princeton University Press, USA.

5. Le Bon Gustave. (2004), "Psychologia Tlumu", Kety: Antyk, (95 s).

6. Ofek Eli, Richardson Matthew. (2003), "DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", Journal of Finance, vol. 6, P. 1113—1137

7. Thaler Richard H. (2009) "Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness", London: Penguin Books Ltd, UK.

8. Thaler, Richard H. (1993) "Advances in Behavioral Finance", New York: Russell Sage Foundation, USA

9. Tyszka, Tadeusz. (2004) "Psychologia Ekonomiczna", Gdansk: Gdanskie Wydawnictwo Psychologiczne, RP.

10. Cookson Clive, Tett Gillian, Cook, Chris. (2009) "Changing the Hypothesis: Why 'Adaptive' Trumps 'Efficient'", Financial Times, vol. 27, P. 11

11. Stix, Gary. (2009) "Psychologia Banki Spekulacyjnej", Swiat Nauki, vol. 8, P. 74—81.

12. Behavioral Finance (2013), Specialized website available at: <http://behavioural.finance.net> (Accessed 4 Jan 2013).

References.

1. Vashenko, T. Lisitsyna. E. V. (2006), "Behavioral Finance — a new direction of financial management. History and development", Financial Management, vol. 1, pp. 34—38.

2. Galchinskiy, A. (2006), "Global Transformation: conceptual alternatives. Methodological aspect", Education, Lybid', p. 312, Kiev, Ukrain.

3. Rudyk, NB (2004), "Behavioral finance or between fear and greed", Publishing House "Delo", p. 430. Moscow, RF.

4. Akerlof, George A. Shiller, Robert J. (2009), "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism", Princeton: Princeton University Press, USA/

5. Le Bon, Gustave (2004), "Psychologia Tlumu", Kety: Antyk, (95 s)/

6. Ofek, Eli, Richardson, Matthew. (2003), "DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", Journal of Finance, vol. 6, pp. 1113—1137/

7. Thaler, Richard H. (2009), "Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness", London: Penguin Books Ltd, UK.

8. Thaler, Richard H. (1993), "Advances in Behavioral Finance", New York: Russell Sage Foundation, USA.

9. Tyszka, Tadeusz (2004), "Psychologia Ekonomiczna", Gdansk: Gdanskie Wydawnictwo Psychologiczne, RP.

10. Cookson, Clive, Tett, Gillian, Cook, Chris (2009), "Changing the Hypothesis: Why 'Adaptive' Trumps 'Efficient'", Financial Times, vol. 27, p. 11.

11. Stix, Gary (2009), "Psychologia Banki Spekulacyjnej", Swiat Nauki, vol. 8, pp. 74—81.

12. Behavioral Finance (2013), Specialized website available at: <http://behavioural.finance.net> (Accessed 4 Jan 2013).

Стаття надійшла до редакції 02.07.2014 р.