

ІНСТИТУЦІЙНО-ПСИХОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Економічні характеристики розвитку фондового ринку в Україні досліджені досить широко. Серед основних причин його неефективності можна виділити недосконалу інфраструктуру (насамперед депозитарної системи, а також високу частку неорганізованого фондового ринку, недостатній розвиток його окремих сегментів – недержавних пенсійних фондів та індивідуальних інвесторів) і несприятливий загальноекономічний фон (високий рівень корупції, що породжує непрозорість відносин в економічній системі, недосконалість податкового, господарського законодавства тощо). Проте, з огляду на абсолютне переважання такого підходу в дослідженнях, цю проблему доцільно розглянути у дещо іншій системі координат.

На противагу аналізу результатів прийнятих економічними суб'єктами рішень щодо інвестування на фондовому ринку (або ігнорування цього процесу), преференцій у виборі фінансових інструментів для такого інвестування, виплати акціонерам дивідендів, випуску додаткових акцій для збільшення рівня free-float тощо, звернемося до аналізу процесу прийняття таких рішень. Останній має дві нероздільні складові: формування стимулів і наявність стримуючих факторів для конкретної групи учасників фінансового ринку та психологічні передумови, за яких ці стимули та стримуючі фактори формуються.

Хоча в розрізі груп економічних суб'єктів (банки, інвестиційні компанії, НПФ, індивідуальні інвестори) у переліку стимулів, обмежень і стримуючих факторів при інвестуванні на фондовому ринку існують характерні особливості, сформулюємо їхній загальний перелік для можливих інструментів вкладень (рис. 1). Стимули та стримуючі фактори є результатом сформованої під дією фундаментальних факторів поточної ситуації на фондовому ринку¹. Сприйняття та оцінка зазначених факторів прийняття рішень відрізняються залежно від психологічних передумов прийняття рішень конкретними суб'єктами та їхніми групами. Тому аналізуючи можливі психологічні передумови прийняття рішення, ми зможемо зробити висновок про наявність інших, окрім економічних (раціональних), факторів, що впливають на розвиток фондового ринку загалом і процесу інвестування зокрема.

Надмірна реакція ринку акцій на внутрішні та зовнішні фактори впливу свідчить про відхилення реальної ситуації від гіпотези ефективного ринку. Дослідження надмірної реакції фондових індексів європейських країн, чий ринки мають відносно невеликі розміри (Фінляндія, Норвегія, Греція тощо – усього 13 країн), не дало однозначного результату щодо існування цього явища в умовах кожного із названих ринків: статистично достовірне підтвердження отримано тільки для Нідерландів, Норвегії та Туреччини². При цьому під надмірною реакцією – негативною або позитивною подією – розуміли відхилення індексу акцій на більше ніж 2,5% від середньої ставки доходності упродовж періоду (для Туреччини – 10%), і надалі (упродовж 60 днів), повернення до норм доходності, співставними із нормами доходності світового фондового індексу, взятого за порівняльну базу. Тобто випадки стрімкого падіння окремого індексу акцій не підпадали під означення надмірної реакції.

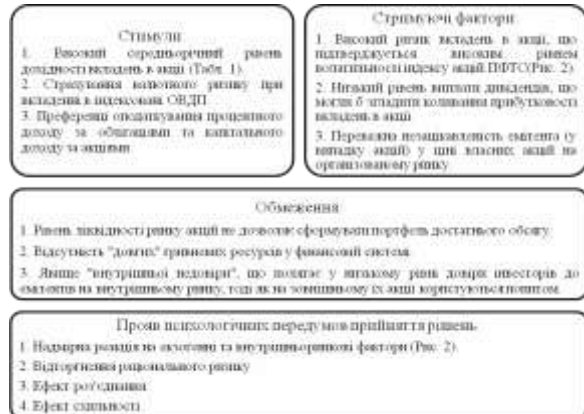


Рис. 1. Фактори, що визначають процес прийняття рішень щодо інвестування на фондовому ринку

Джерело: складено автором на основі: Colin F. Camerer, George Loewenstein, and Matthew Rabin. *Advances in Behavioral Economics*. – New York: Princeton University Press, 2004; Shachmurove, Yochanan. *The Behavior of Secondary European Stock Markets to Positive and Negative Shocks* // *International Journal of Business*. – 2002. – No. 7(2). – P.1; Shiller, Robert J. *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System* // *Cowles Foundation Discussion Paper / Cowles foundation for research in economics at Yale University*. – No. 1172. – 1998. – P.1.

Зважаючи на коефіцієнти варіації (обчислених як відношення стандартного відхилення до середнього значення відповідного індексу – в обох випадках для обчислення застосувалась ковзна середня з кроком 12), український ринок акцій демонструє надмірну реакцію, порівняно із фондовими індексами DJI та S&P, а також з індексом РТС, окрім значного зростання волатильності наприкінці 2008 р. При цьому коефіцієнти варіації російського та українського індексів співставні за величиною у період кінця 2008 – початку 2009 рр., але надалі значно відрізняються (рис. 2). Однією з основних причин надмірної реакції ринку на екзогенні та ендогенні фактори є спекулятивний характер інвестицій на ринку акцій в Україні та відсутність довгострокових ресурсів. Але індекс РТС, що у період кризи демонстрував таку ж надмірну реакцію, як і індекс UX, далі показував значно нижчі рівні коефіцієнта варіації, що ставить під питання однозначність причин надмірної реакції на українському ринку, навіть за суттєвих відмінностей у побудові фондових ринків обох країн. Поряд із фактором низької ліквідності та місткості ринку, надмірна реакція його учасників спричинена також психологічними мотивами, притаманними самим суб'єктам ринку. Ефект надмірної реакції найчіткіше прослідковується на прикладі індексу UX упродовж 2010 р. (рис. 2) – саме на цей період припадають умови надмірної реакції, оскільки після нього спостерігається повернення до середнього рівня індексу, зафіксованого перед подією, котра спричинила такий ефект. У інших випадках перевищення рівня волатильності українського індексу акцій порівняно із зарубіжними аналогами суттєвий вплив на це ефекту надмірної реакції не підтверджується.

Яскравим свідченням надмірної реакції економічних суб'єктів на зовнішні фактори є приклад коливання вкладень банків у боргові цінні папери упродовж кризового періоду – кінця 2008 – початку 2009 рр. (рис. 3). Порівняння рішень українських банків і нерезидентів показує, що останні демонстрували поступове зниження зростання вкладень у боргові цінні папери, а опісля виведення коштів з цього виду фінансових інструментів – тобто прослідковувалася послідовна реакція на зміну економічних умов.

¹ Брагін С., Макарєнко О. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України // *Вісник Національного Банку України*. – 2011. – № 1 (179).

² Shachmurove, Yochanan. *The Behavior of Secondary European Stock Markets to Positive and Negative Shocks* // *International Journal of Business*. – 2002. – No. 7(2). – P. 1.

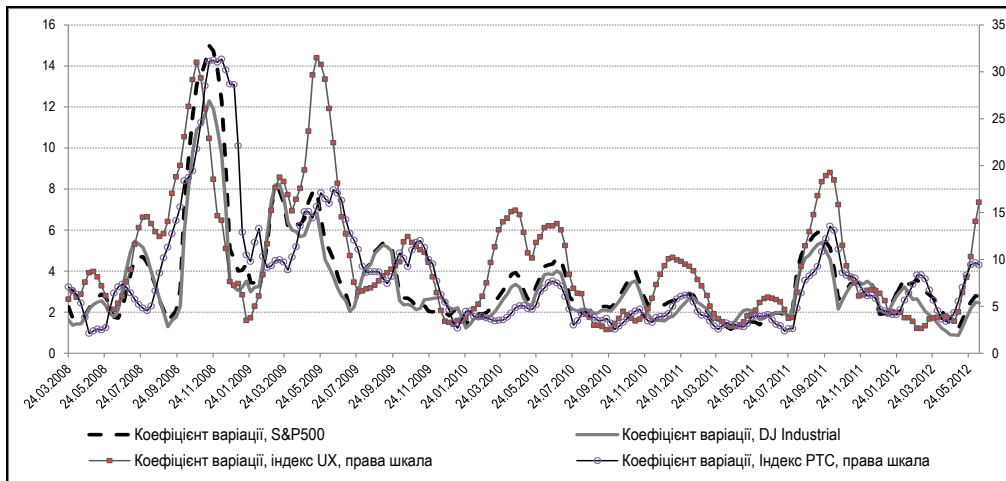


Рис. 2. Коефіцієнти варіації фондових індексів США, Росії та України

Джерело: щотижневі дані CQG Integrated Client: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.cqg.com/products/cqg-integrated-client.aspx>>.

З іншого боку, банківський сектор за однакового впливу фактора несприятливих економічних умов демонстрував значні коливання вкладень у цінні папери. При цьому варто зазначити, що суттєву роль відіграли і фундаментальні фактори: гостра потреба ліквідності у розпал кризи та подальші привабливі інвестиційні пропозиції нових емісій ОВДП. Аналіз змін вкладень банків і нерезидентів в акції у період кризи 2008–2009 рр. демонструє надмірну реакцію обох груп інвесторів.

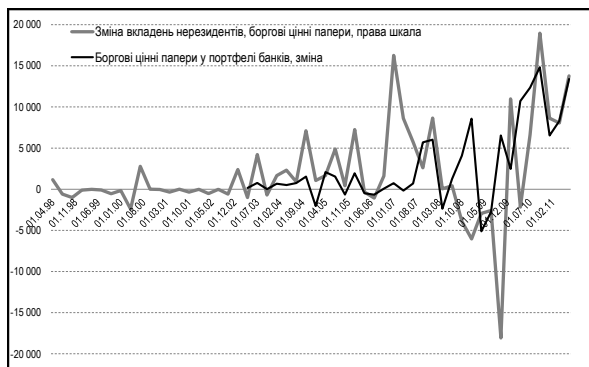


Рис. 3. Порівняння змін вкладень українських банків та нерезидентів на внутрішньому ринку боргових зобов'язань протягом 1998–2011 рр., поквартально, млн грн

Джерело: Електронний бюлетень НБУ [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=119315>>.

Іншим важливим психологічним фактором прийняття рішень, який виявляється на українському фондовому ринку, є несприйняття раціонального ризику. Питання перевищення доходності вкладень в акції порівняно із вкладеннями в облігації визначили як "загадки акцій" і широко досліджували на прикладі різних країн. Однією із причин цього явища науковці називають психологічний фактор – несприйняття раціонального ризику³. У процесі прийняття рішення про інвестування однакової величини збитків і прибутку суб'єкт оцінює по-різному, таким чином демонструючи нераціональну поведінку.

Експериментально оцінений рівень коефіцієнта несприйняття ризику (порівняно із потенційним прибутком) дорівнює 2,25⁴. Інші дослідники оцінювали цей коефіцієнт дещо по-іншому, але отримали співставні результати⁵ (2). Але, як зазначають Мехра і Пресскот у своєму дослідженні, "інвестори мали б мати рівень коефіцієнта несприйняття ризику на рівні 30, щоб пояснити історичні рівні премії доходності акцій, порівняно з облігаціями"⁶. У зазначеній праці пропонується ввести у модель оцінки рівня несприйняття ризику фактор часу. Таким чином, отримуємо висновок про те, що залежно від кількості разів оцінки результатів інвестиційного рішення змінюється й рівень несприйняття ризику. При цьому акцентується увага саме на тому, що прийняття чи відхилення рішення про вкладення ресурсів приймається залежно від періоду, в який здійснюється оцінка результату, а не від інвестиційного горизонту відповідного суб'єкта. Це явище дослідники називають короткозорим несприйняттям ризику. Таким чином, незважаючи на значно вищі середньорічні норми доходності акцій, інвестори вкладають кошти у безпечніші боргові інструменти, зокрема державні, бо несприйняття ризику у короткостроковому періоді вище, а інвестування на довший період обмежується через короткий інвестиційний період (потреба повернення фінансових ресурсів), високих інституційних ризиків, політичних трансформацій⁷.

Підтвердження наведеному вище твердженню, на нашу думку, можна знайти на українському фондовому ринку (табл. 1). Якщо припустити, що тривалість періоду, після закінчення котрого звіряється результат прийнятого інвестиційного рішення, однаковий для усіх інституційних інвесторів (таким чином ми виключаємо індивідуальних інвесторів, роль яких на українському фондовому ринку не є вагомим), то тоді рівень несприйняття ризику залежатиме від періоду інвестування відповідного суб'єкта (інвестиційного горизонту). З огляду на загальноекономічні характеристики фінансової системи України інвестиційний горизонт на внутрішньому ринку нетривалий. Тому, беручи до уваги принцип високого коефіцієнта несприйняття ризику в короткостроковому періоді, саме це є однією з причин низького рівня інвестування інституційних інвесторів на ринку акцій, про що зазначають С.Брагін і О.Макаренко⁸. Послабити

³ Colin F. Camerer, George Loewenstein, and Matthew Rabin. *Advances in Behavioral Economics*. – New York : Princeton University Press, 2004. – P. 590; Shiller, Robert J. *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System* // Cowles Foundation Discussion Paper / Cowles foundation for research in economics at Yale University. – No. 1172. – 1998; Thorsten Hens, Marc Oliver Rieger. *Financial Economics. A Concise Introduction to Classical and Behavioral Finance*. – Berlin : Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010; Daniel Kahneman, Amos Tversky. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* // *The Econometric Society*. – 1979. – Vol. 47. – P. 263–292.

⁴ Daniel Kahneman, Amos Tversky. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk* // 2, s.l. : The Econometric Society. – 1979. – Vol. 47. – P. 263–292.

⁵ Colin F. Camerer, George Loewenstein, and Matthew Rabin. *Advances in Behavioral Economics*. – New York : Princeton University Press, 2004.

⁶ Там само. – P. 593.

⁷ Там само. – P. 622.

⁸ С.Брагін, О.Макаренко. Недержавні пенсійні фонди на неефективному фондовому ринку: приклад України // *Вісник Національного Банку України*. – 2011. – № 1 (179).

дію цього принципу можна, збільшивши середню тривалість інвестиційного горизонту для інвесторів, яка, в свою чергу, визначається наявністю відповідних ризиків у фінансовій системі країни: валютних, інфляційних, політичних, правових.

Таблиця 1

Порівняння середньорічної доходності індексу акцій і державних облигацій на первинному ринку упродовж 2001–2012* рр.

Роки	Показник	Середньозважена доходність ОВДП на первинному ринку, % річних	Річне зростання індексу акцій ПФТС, %	Значення індексу акцій ПФТС, пунктів
2001		-	-	42,65
2002		10,81	34,44	57,34
2003		9,75	48,99	85,43
2004		11,24	204,49	260,13
2005		7,25	35,69	352,97
2006		9,26	41,33	498,86
2007		6,71	135,34	1174,02
2008		11,86	-74,33	301,42
2009		12,21	90,07	572,91
2010		10,39	70,20	975,08
2011		10,08	-45,19	534,43
2012*		13,68	-31,20	367,70
Сер. значення		10,29	46,35	470,94
Середньокв. відхилення		2,06	80,41	343,67
Коеф. варіації		19,97%	173,48%	72,98%

* Станом на 15.06.2012.

Джерело: [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?sessionId=6496AEC7788E30FE49BF0D116925ATA?id=115919>>; <<http://www.pfts.com/uk/indexes/>>.

Премія доходності акцій на українському ринку є суттєво вищою, ніж на ринках розвинених країн (табл. 1), що значною мірою спричинене недосконалістю самого ринку. Тому обчислення коефіцієнта несприйняття ризику позбавлене доцільності, оскільки його значення буде вищим, ніж у дослідженні Мехра і Пресскота⁹, тобто перевищувати рівень 30, що позбавляє його сутнісного змісту.

Дія психологічного аспекту ефекту роз'єднання полягає у бажанні "відкладення прийняття рішення до інформаційного релізу, навіть якщо ця інформація не є, в дійсності, важливою для прийняття поточного рішення"¹⁰.

Оцінку ефекту роз'єднання здійснимо шляхом аналізу коефіцієнта варіації, обраного через те, що він нівелює від'ємні коливання і показує середній рівень волатильності індексу. Чергування періодів, коли коефіцієнт варіації (за розрахунку використовувалася ковзна середня цього показника) нижчий за своє середнє значення упродовж періоду, виходячи із правила нормального розподілу ймовірностей і гіпотези ефективного ринку, не повинен перевищувати п'яти днів у більш ніж 95% випадків. Як бачимо, це не так (рис. 4). Психологічною передумовою такого явища є саме ефект роз'єднання, що зумовлює чергування надзвичайно тривалих періодів "затишшя" та сплесків коливань індексу акцій.

Порівнюючи показник варіації для індексу акцій UX і ф'ючерсного контракту на нього (початок публічних торгів цим інструментом припадає на 21.06.2010, що значно обмежує аналіз тенденцій його коливань), а також відслідковуючи дію ефекту роз'єднання, помічаємо дещо вищий рівень його коливань, про що свідчить більша кількість періодів "затишшя", а також середній коефіцієнт варіації за відповідний період, що на 1% вищий (рис. 5).

⁹ Colin F. Camerer, George Loewenstein, and Matthew Rabin. *Advances in Behavioral Economics*. – New York : Princeton University Press, 2004.

¹⁰ Shiller, Robert J. *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System* // Cowles Foundation Discussion Paper / Cowles foundation for research in economics at Yale University. – No. 1172. – 1998. – P. 18.

Відсутність суттєвих відмінностей у коливаннях біржового індексу та ф'ючерсу на нього в умовах українського ринку свідчить про те, що навіть за умови вищого рівня присутності індивідуальних інвесторів на цьому ринку, рівень його волатильності не показує значного зростання. З одного боку, це спричинено тим, що для розрахунку використовувались середньоденні ціни, а не різниця між найвищим і найнижчим значенням; з іншого ж – це свідчить про відсутність суттєвих відмінностей впливу на інституційних та індивідуальних інвесторів на українському фондовому ринку таких психологічних факторів прийняття рішень, як несприйняття ризику та ефекту схильності (схильність реалізувати невеликий прибуток, ніж великий збиток).

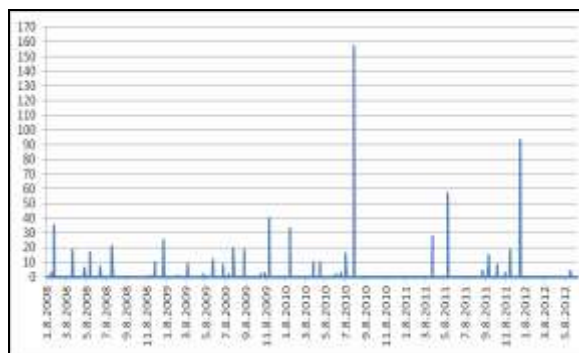


Рис. 4. Тривалість періодів, коли коефіцієнт варіації індексу акцій UX був нижчим за своє середнє значення протягом періоду, днів

Джерело: CQG Integrated Client [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.cqg.com/products/cqg-integrated-client.aspx>>.

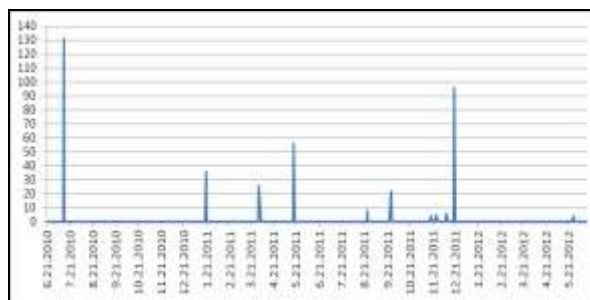


Рис. 5. Тривалість періодів, коли коефіцієнт варіації ф'ючерсного контракту на індекс акцій UX був нижчим за своє середнє значення протягом періоду, днів

Джерело: CQG Integrated Client [Електронний ресурс]. – Доступний з : <<http://www.cqg.com/products/cqg-integrated-client.aspx>>.

Психологічні передумови прийняття інвестиційних рішень займають особливе місце у сучасній фінансовій теорії. Через потребу пояснення понаднормальних коливань курсів цінних паперів, нераціональної поведінки інвесторів щодо сприйняття потенційних прибутків і збитків, стійкої премії доходності акцій порівняно з державними борговими цінними паперами (у межах кожного окремого фондового ринку) тощо, які не підпадають під умови теорії очікуваної граничної корисності та теорії ефективного ринку, поведінкові фінанси мають перспективи на майбутній розвиток, оскільки дають аргументовані відповіді на багато із зазначених вище проблем. За наявності цілої низки фундаментальних проблем вітчизняного фондового ринку виділити психологічні мотиви тих чи інших інвестиційних рішень досить складно, особливо враховуючи високий рівень рефлексивності у фінансових системах. Але, з іншого боку, аналіз поведінки економічних суб'єктів за умов невизначеності, а також дефіциту та асиметрії інформації (що особливо характеризує неефективні фондові ринки) дозволяє зробити висновок про особливі мотиви прийняття економічних рішень.