О. В. Кваша,
здобувач третього (освітньо-наукового) рівня вищої освіти,
Університет державної фіскальної служби України
ORCID ID: 0000-0003-0744-431X

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.5.225

ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ТА ГІПОТЕЗИ ПОВЕДІНКОВИХ ФІНАНСІВ

О. Kvasha,
a third-level (educational) scholar of higher education, State Fiscal Service University of Ukraine

BASIC ASSUMPTIONS AND HYPOTHESES OF BEHAVIORAL FINANCE

У статті розглянуто розвиток економічної теорії поведінкових фінансів. Виокремлено етапи становлення поведінкової теорії та виділено ключові економічні думки, які стосуються розвитку зазначеної проблематики.

На основі дослідження наукових праць вчених автором виділено та систематизовано десять етапів розвитку теорії поведінкових фінансів. Враховуючи дискусійність самої гіпотези поведінкових фінансів, цей напрям стрімко розвивається та активно інтегрується у сферах державного управління та бізнесу. В статті доведено, що в основі теорії поведінкових фінансів лежить нерациональність людської природи.

Поведінкова економічна теорія символізує зміну стереотипів мислення класичних економістів, використовуючи в своєму аналізі результати психологічних досліджень, які стосуються процесів прийняття індивідами ірраціональних фінансових рішень у різних економічних та соціальних сферах.

The paper examines the development of the economic theory of behavioral finance. The stages of the emergence of behavioral theory have been highlighted, and key economic thoughts have been identified that are relevant to the development of the problem.

Based on the research of scientists, the author has identified and systematized ten stages of development of the theory of behavioral finance. Given the controversy surrounding the behavioral finance hypothesis itself, this direction is rapidly evolving and is being actively integrated into the spheres of public administration and business. The paper argues that the underlying theory of behavioral finance is the irrationality of human nature.

Behavioral economic theory symbolizes a change in the mindset of classical economists, using in its analysis the results of psychological research, concerning the processes by which individuals make irrational financial decisions in various economic and social spheres.

The study of behavioural finance makes it possible to assess and forecast the investment preferences of institutional investors (financial institutions — professional participants in the market) and directly the investment sentiments of households (non-professional investors), because it determines the level of economic education, financial culture, literacy of citizens.

This study suggests that there is no single behavioural decision-making theory yet, as the integration of the understanding of the influence of psychological factors on the decision-making process is only beginning.

The problem is extremely promising in the present context, as the behavioral approach focuses primarily on psychological factors, which are the most important in explaining many aspects of financial behaviour of economic entities.

The theory of behavioral economics has good potential for development, including in Ukraine. In designing various programmes at the State level, behavioural factors that may have a key impact on the desired outcome should be taken into account.

Ключові слова: біхевіористичні фінанси, поведінкова економіка, поведінкові фінанси, класична економічна теорія, обмежена раціональність вибору, теорія перспектив.

Key words: behavioral finance, behavioral economics, classical economic theory, limited rationality of choice, perspective theory.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Класична та неокласична економічні теорії, які мають основоположну роль у науковій практиці, ґрунтуються на тому, що всі учасники економічних відносин поведуться

раціонально. Іншими словами, всі їхні вчинки, прийняті рішення обумовлюються тим, що кожен керується власною вигодою. Але у повсякденному житті ми не розробляємо детальний аналіз можливих прибутків або витрат.

У переважній більшості ситуацій люди схильні до поточних емоцій та власних відчуттів у конкретний момент часу. Очевидно, ірраціональна поведінка притаманна в людей більше, ніж раціональної. На цій гіпотезі побудовано теорію біхевіористичних фінансів.

Існує думка, що біхевіористичні фінанси у найближчому часі будуть займати основну роль в концепції суспільно-економічного розвитку. Таким чином, дослідження розвитку еволюції даної гіпотези та виділення основних принципів, являється важливим завданням та складає вагомий науковий інтерес.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Засновниками поведінкових фінансів вважають Д. Канемана, А. Тверські, Герберта Саймона, Р. Талера, Р. Шиллера. Дослідженням аспектів поведінкових фінансів та їх еволюцією займалися Дж. Акерлоф, Н. Барберіс, В. ДеБондт, Р. Вішні, Т. Одеан, Дж. Ріттер, М. Стетмен, Х. Шефрін, А. Шлейфер та ін. В Україні цей напрям представлений працями П. Ілляшенка, М. Кужелева, Н. Карпишина, Т. Кізими, М. Ліпич та ін.

З'ясування підходів закордонних і вітчизняних науковців до визначення ролі поведінкових мотивів, а також дослідження основних етапів становлення і розвитку поведінкових фінансів дає змогу зрозуміти історичні корені, на яких базується цей напрям сучасної фінансової науки та сформулювати чітку картину розвитку різних концепцій.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є проведення аналізу розвитку теорії поведінкових фінансів та систематизація існуючих концепцій.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Класична парадигма прийняття фінансових рішень базується на понятті "раціональність" і передбачає, що людина, яка приймає рішення повинна діяти абсолютно об'єктивно і логічно, мати чітку ціль, володіти інформацією та виконувати всі дії, які будуть сприяти максимізації результату її власної діяльності. Така модель охоплює ряд певних теорій, основними припущеннями яких є те, що учасники ринку діють раціонально, а їхньою головною метою є отримання максимального прибутку.

У відповідь на невдачі класичної теорії стосовно пояснення дій учасників на фінансових ринках прийшла поведінкова модель прийняття фінансових рішень, яка стала новим трендом фінансової науки, що пояснює, чому суб'єкти ринку приймають ірраціональні фінансові рішення і як їхня психологія впливає на особисті фінансові ресурси.

Пояснити нерациональність людських вчинків спробував ще у XIX ст. на початку 40-х років Чарльз Маккей (Charles Mackay). У своїй праці "Найбільш поширені помилки і божевільня натовпу" [1] він пояснює таке явище, як "цінові спекулятивні бульбашки", які призводять до дестабілізації фондових ринків (один із перших проявів нерациональної поведінки, який отримав назву "ефекту натовпу"). Це припущення чудово описує масову істерію в населення, яка відома під назвою:

- тюльпаноманія 1636 р. у Нідерландах;
- каліфорнійська золота лихоманка 1840 р.;
- криза Південних морів у Великобританії та інших країнах Європи в 20-х роках XVIII ст.;
- фінансова криза впродовж 20-х років XX ст. у США.

Варто зазначити, що на фінансових ринках цей ефект отримав назву інформаційного каскаду, оскільки

ки в таких випадках інвестор приймає рішення керуючись спостереженнями за діями більшості на ринку та намагається відтворити їх [2].

Французький соціолог Г. Лебон (Gustave LeBon) теж намагався пояснити риси ірраціональної поведінки й описав у своїй роботі "Масова свідомість" [3] вплив ринку на процес прийняття рішень індивідом. Всі рішення він поділив на дві групи: перша — це випадкові, миттєві рішення, а друга — це рішення, які регулюються законом і підтримуються громадською думкою. Науковець довів, що люди, які перебувають у натовпі, починають поводитися не так, як вони звикли діяти наодинці [3]. Іншими словами, досить часто люди піддаються впливу мас навіть тоді, коли знають, що джерело цього впливу не є правдивим.

На думку вченого, в натовпі зникає свідомо особистість. Почуття та ідеї окремих суб'єктів стають масовими, оскільки формується колективна думка. Значною мірою причиною формування поведінкового, як і будь-якого іншого альтернативного підходу до аналізу функціонування фондових ринків, на думку науковця, стали фондові кризові явища, які періодично виникали під впливом факторів, які традиційна теорія не може пояснити і запропонувати ефективні механізми протидії. Причому навіть за відсутності впливу натовпу людина може приймати нерациональні рішення (наприклад, у ситуації, коли здається, що є можливість вплинути на хід подій і відповідно на результати операцій). Відтак, можна вважати, що індивіди доволі часто можуть приймати випадкові події за контрольовані процеси, перебуваючи під впливом так званої "ілюзії контролю" [4].

На думку професора психології Гарвардського університету Е. Лангер (Ellen Langer), ірраціональні рішення є наслідком ілюзії контролю, тобто особи переоцінюють свою змогу контролювати реальні події і вважають, що контролюють наслідки цієї події, а тому можуть йти на вищий ступінь ризику, хоча насправді такого контролю самі не мають [5].

Лауреат Нобелівської премії з економіки М. Алле (Maurice Allais) дійшов висновку, що при оцінці можливих варіантів люди не є раціональними, оскільки нестача інформації та стереотипи оцінювання перешкоджають раціональному вибору. У своїй роботі він заперечував основні принципи "теорії очікуваної корисності" і довів її відносність та неоднозначність [6].

Засновник теорії аналізу рішень, переговорів і теорії ігор Г. Райффа (Howard Raiffa), у своїй праці "Вибір в умовах невизначеності" стверджував, що коли настає момент прийняття важливого рішення, ми відчуваємо різні почуття, від невпевненості в собі до самовпевненості, від прагнення відкласти рішення на потім до бажання скоріше пройти цей етап, від сумнівів до відчаю. Через це виникає дискомфорт, який часто підштовхує нас приймати поспішні рішення або відтягувати момент прийняття рішення, хоча іноді ми покладаємося на волю випадку: підкидаємо монету або переносимо відповідальність прийняття рішення на когось іншого. Результатом цього є пересічний вибір, успіх якого буде залежати від удачі [7].

Варто зазначити, поява теорії біхевіористичних фінансів відбулась на основі досягнень в психології, зокрема в когнітивній психології. Так, засновником біхевіористичних фінансів вважають Герберта Саймона (Herbert Simon), вченого із США у сфері психології. Науковець вважав, що інтелект людини є обмеженим і це обмеження обумовлене певною кількістю нейронних зв'язків у головному мозку [8]. За його теорією, тієї кількості нейронів, що має людина, замало навіть для вирішення простої "задачі на максимізацію". Тому Саймон зрозумів, що для вирішення складних задач потрібно набагато більше нейронів, ніж має мозок людини. Тобто, модель раціональної

поведінки ставить високі вимоги людському інтелекту.

Таким чином, науковець виходив з обмеженості когнітивних можливостей людини. Розроблена ним модель алгоритму прийняття рішень називалася "обмежена раціональність". Отже, пошук та прийняття задовільного рішення пояснювався такими етапами:

— всі варіанти порівнюються з певним заздалегідь встановленим людиною рівнем потреб;

— у разі знаходження задовільного варіанту пошук рішення припиняється;

— рівень потреб може періодично переглядатись суб'єктом.

Значний вклад у розвиток теорії біхевіористичних фінансів зробив Дж. Катона. Варто зазначити, що Дж. Катона [9] є основоположником у створенні окремого напрямку в економічній думці — психологічна економіка. Вчений вважав, що те, як люди інтерпретують справжнє навколишнє середовище та як складають свої очікування на майбутні періоди, може мати суттєвий вплив на їх поведінку і провокувати глибокі зміни в макроекономічній ситуації країни. А беручи до уваги той факт, що особи можуть навчатися та коригувати свої цілі, їхня поведінка стає ще складнішою, ніж просто реакцією у відповідь на подразники.

Крім цього, Дж. Катона не поділяв думку кейнсіанського підходу щодо споживання, розмір якого визначався доходом. Натомість вчений стверджував, що між доходом і споживанням є проміжні змінні, які визначаються через свідомість людини: емоції (оптимістичні чи песимістичні), точка зору, очікування відносно майбутнього, страх тощо. Всі ці показники разом з доходом мають вплив на рішення особи інвестувати в певний актив чи ні. Для того щоб врахувати та оцінити вищевказані проміжні змінні, Дж. Катона запропонував індекс проміжних настроїв. Розмір індексу розраховується як середнє арифметичне з частково позитивних відповідей репрезентативної вибірки на п'ять питань, що стосуються фінансового становища сімей в даному періоді у порівнянні з минулим роком і на наступний рік, перспектив економічного стану країни через рік, через п'ять років, а також умов, що сформувалися для покупок товарів тривалого використання. Відмітимо, цей індекс й досі розраховують в США, а його значення враховується під час визначення макроекономічної кон'юнктури країни [10].

Поведінкова економіка також використовувалася для вирішення питання вибору у часі. Поведінка, пов'язана з вибором у часі, як правило непослідовна. Наприклад, одна з найбільш вивчених — гіперболічне дисконтування, сформульоване Дж. Айнсліє у 1975 р., та розвинене надалі Д. Лябсоном, Тедом О'Донахью та Метью Рабіном. Гіперболічне дисконтування є динамічно непослідовною (непослідовною у часі), і таким чином несумісною з базовими моделями раціонального вибору, оскільки ставка дисконтування між проміжками часу t та $t+1$ буде низькою у періоді $t-1$, коли t — найближче майбутнє, але високою для часу t , коли t є сьогоднішнім, а $t+1$ — найближче майбутнє [11].

Після ідей Дж. Катона та с наукова спільнота поповнилася фундаментальними ідеями теорії біхевіористичних фінансів та поведінкової економіки, які були розроблені науковцями Амосом Тверські та Денієлом Канеманом. Так, їхня робота "Теорія перспектив: аналіз прийняття рішення в умовах ризику" [12] активізувала значні зміни у сприйнятті раціональності людської поведінки. Науковці дали таку назву своїй теорії, беручи до уваги той факт, що людина приймає рішення з огляду на власні перспективи, а перспективи завжди пов'язані з невизначеністю. Така гіпотеза використовувала когнітивну психологію для того, щоб пояснити різні відхилення у прийнятті економічних рішень від неокласичної економічної теорії.

Висновки даної теорії ґрунтуються на результатах проведених експериментів. Згідно з цією теорією [12]:

1) люди по-різному реагують у різних ситуаціях, залежно від того, втрачають вони щось чи виграють;

2) маючи кращі математичні здібності, люди помилюються оцінюючи варіанти настання подій, приймаючи до уваги різні стереотипи та власні відчуття.

Теорія перспектив включає в себе дві стадії рішення: стадія редагування та стадія оцінки. На стадії редагування, ризикові ситуації спрощуються з використанням різних евристик вибору. На стадії оцінки, альтернативи, які мають вищий рівень ризику, оцінюються з використанням різних психологічних принципів [13].

Нижче представлені психологічні принципи такої теорії [14; 15]:

1) залежність від порівняння: при оцінці результатів, особа, яка приймає рішення, має певний "рівень порівняння". Результати порівнюються з вихідною (нульовою) точкою. Якщо вони більші за вихідну точку, то вони класифікуються як "набутки", якщо менші — "збитки";

2) уникнення втрат: ми більш чутливі до втрат, ніж до прибутків такого ж розміру;

3) нелінійне зважування ймовірності: факти вказують, що суб'єкти, які приймають рішення, переоцінюють малу ймовірність та недооцінюють велику ймовірність настання якоїсь події;

4) спадний тренд чутливості до прибутків та витрат: у разі зростання прибутків та витрат в абсолютному вимірі стосовно вихідної точки, їх відносний вплив на корисність або задоволення особи, яка приймає рішення, падає.

Наступне положення теорії перспектив пояснює, як на психологічному рівні люди сприймають ймовірності. Наприклад, якщо ймовірність настання певних подій дуже низька, люди ці ймовірності округлюють до нуля. Якщо ймовірність висока, люди їх округлюють до 1 (максимального значення). Наприклад, пасажир у літаку або взагалі не хвилюється, не думає про можливість катастрофи, тоді ймовірність катастрофи та вагомість цієї події знаходяться на початку координат, тобто на значенні 0. Якщо пасажир все ж подумав про ймовірність авіакатастрофи, значення ймовірності мінімальне. У випадку, коли пасажир згадає про різні авіакатастрофи з новин, що викликає сильні емоції, відповідно ймовірність виникнення такої події він оцінює в 1 [16].

Експериментальні дослідження Вернона Сміта [17] проводилися у дещо іншому руслі. Науковець дійшов до висновку, що умови досконалої інформації та великого обсягу експериментальної вибірки не гарантують ефективності встановлення конкурентної рівноваги на ринку. Адже, згідно з результатами експериментів, у разі недостатнього обсягу інформації та незначній кількості учасників експерименту, учасники досить швидко встановлювали конкурентну рівновагу гри. Дослідження В. Сміта відкрили нові особливості функціонування ринків, ціноутворення та прийняття рішень економічними агентами [4].

У 1992 році в одному із популярних журналів, Тверські та Канеман запропонували уточнення теорії перспектив, яке вони назвали теорія кумулятивної перспективи. Нова теорія відмовилася від стадії редагування з теорії перспектив та сконцентрувалася лише на стадії оцінки [18]. Її основною рисою є те, що вона містить нелінійне зважування ймовірностей кумулятивним шляхом. Такі психологічні риси, як надмірна самовпевненість, упередження проектування та ефекти обмеженої уваги стали частиною цієї теорії. Подальший розвиток і визнання теорія отримала на конференції у Чиказькому університеті, у спеціальному номері Quarterly Journal of Economics, присвяченому поведінковій економіці, та отриманій Д. Канеманом Нобелівській премії 2002 з економіки за "інтегровані вис-

новки з психологічних досліджень в економічній науці, особливо щодо людських суджень і прийняття рішень в умовах невизначеності" [19].

З часом теорію біхевіористичних фінансів розвивали шляхом здійснення експериментів. Підтвердження теоретичних формулювань експериментальними доказами у сфері медицини зумовили появу так званої нейроеконіміки. Таким чином, шляхом досліджень головного мозку людини через томографію було визначено [16]:

1) мозок лобової частини голови відповідає за прийняття раціональних рішень, верхня та задня частина — за звичні, стереотипні рішення (нерациональні);

2) фінансисти, економісти-практики найчастіше приймають рішення нерациональні. Лише у випадку нестандартних ситуацій спостерігається висока мозкова активність у лобовій частині.

Сучасний етап розвитку теорії поведінкових фінансів має більш прикладний характер. Оскільки прослідковується активна інтеграція результатів досліджень у вирішенні проблематики як на мікрорівні, так на макрорівні. Також соціально-економічна проблематика життя суспільства часто є каталізатором для здійснення біхевіористичних досліджень за новими напрямками в різних сферах соціально-економічного існування.

Теорія біхевіористичних фінансів активно використовується й у сфері державного управління, що зумовило виникнення патерналістського напрямку. Вагомий внесок у розвиток цього напрямку зробили Р. Талер та К. Санстейн, опублікувавши свої ідеї у праці "Nudge. Архитектура выбора" [20].

Важливим висновком поведінкової економіки є те, що когнітивні помилки можна передбачити, врахувати в економічному аналізі та спробувати подолати за допомогою спеціальних інструментів. Р. Талер, запропонувавши "теорію спонукання" ("nudgetheory"), показав, як можна змінювати поведінку, допомагати людям усунути або зменшити помилки у власних судженнях, сприяти прийняттю правильних рішень, що значною мірою буде відповідати довгостроковим інтересам індивідуумів [20]. На думку вченого, для того, щоб люди щось зробили, треба зробити так, щоб це було максимально просто, й усунути зайві бар'єри. Інакше кажучи, значна частка економічних суб'єктів схильна до вибору "лінивого" варіанту 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" харчові продукти, обмеження на розмір дози алкогольних напоїв у меню ресторану, регулярна лотерея серед водіїв, які дотримуються ПДР [21].

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 [22]:

1) працівникам пропонують визначитися, чи потрібно 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 робітник вирішує долучитися 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 зі зростанням зарплати до моменту досягнення заздалегідь встановленого максимуму внеску обумовлюють інерцію та зміщення статус-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 у разі прийняття ключового рішення.

Як зазначалося вище, існує концепція класичного підходу щодо пояснення економічних явищ на ринку, іншими словами її можна назвати — "концепцією ефективного ринку". В цьому випадку поведінкові фінанси та гіпотеза ефективного ринку є опозитними концепціями, які ґрунтуються на різних припущеннях та при різних умовах, де основною відмінністю є раціональність суб'єктів ринку. За гіпотезою ефективного ринку їх поведінка є раціональною і нерациональною з точки зору поведінкових фінансів.

Ендрю Ло [23] запровадив абсолютно нову концепцію, намагаючись поєднати гіпотезу ефективного ринку з поведінковими фінансами. Власний підхід він назвав "Гіпотезою адаптивного ринку". Основна ідея цієї гіпотези полягає у застосуванні принципів еволюції (конкуренція, природний відбір, адаптація, розмноження тощо) до фінансових ринків. Е. Ло стверджував те, що біхевіористи вважають ознаками економічної нерациональності — самовпевненість, надраєкція та ін., є насправді складовими еволюційної моделі адаптації індивідів до змін у зовнішньому середовищі.

Ця ідея резонує з реальними умовами торгівлі на фінансових ринках. На них не існує торговельний стратегії, яка б була спроможна генерувати постійні прибутки, тому що фінансові ринки постійно змінюються. Наприклад, інтернет-трейдинг кардинально змінив особливості ведення торгів. Саме тому інвестори повинні бути у постійному пошуку змін та мають еволюціонувати.

Згідно з гіпотезою адаптивного ринку, ціни на активи містять такий обсяг інформації, який сформований через комбінацію зовнішніх факторів та кількості і природою "видів" в економіці. Види (тобто учасники ринку за термінологією гіпотези адаптивного ринку) — це окремі групи ринкових учасників (маркет-мейкери, хедж-фонди, пенсійні фонди, приватні інвестори), які поведуться у притаманній ним манері. Види не є абсолютно раціональними або нерациональними, вони знаходяться в межах цих полярних градацій раціональності. Вони приймають рішення, виходячи з минулого досвіду та власного відчуття того, що може бути оптимальним у кожній конкретній ситуації [23; 24].

Е. Ло описав поведінку ринкових учасників так: індивіди приймають рішення, виходячи з власного досвіду і своїх найкращих здогадок щодо того, що може бути оптимальним, і при цьому вони навчаються, отримуючи позитивний або негативний зворотний зв'язок від досягнутих результатів.

Розуміння навколишнього середовища, природи видів, їх преважаючої типології, допомагає інвесторам збагнути поведінку ринку і зловити той тренд, за яким можна отримати прибутки.

Ключовою особливістю гіпотези адаптивного ринку є те, що рівновага на ринку не гарантується і не може бути досягнута. Це пояснюється тим, що хоча й існує певне співвідношення між ризиком і доходністю, але воно не є стабільним протягом значного періоду. Різні фактори суттєво впливають на зміни між цим співвідношенням, наприклад, відносні розміри та переваги різних популяційних груп, інституційні аспекти (регуляційні норми, податкове законодавство тощо). Через те, що самі фактори змінюються протя-

гом часу, то й співвідношення між ризиком і дохідністю також варіюється [23].

Наприклад, у періоди невизначеності та нестабільності інвестори зазвичай обмежують обсяг ризикових активів, здійснюючи вкладення у менш ризикові інструменти. Тобто вони діють раціонально. Але в періоди масової паніки або жадібності, коли формуються "бульбашки" і відбуваються крахи на ринку, інвестори можуть діяти зовсім непередбачувано.

Е. Ло у 2011 році довів, що сучасне зовнішнє середовище значно відрізняється від того оточення, яке існувало 80 років тому. Сучасні ринки більші за розмірами, швидше реагують на зміни і більш різноманітні, ніж у будь-який інший період. Тому можна сказати, що поведінка інвесторів також змінюється.

Рівень ринкової ефективності залежить від умов, які характеризують певний тип фінансових ринків. Конкуренція на ринку є високою, якщо на ньому значна кількість "видів" буде битись за обмежені ресурси. Відповідно, й ефективність таких ринків буде високою (наприклад, фондовий ринок США або ринок ФОРЕКС). Отже, на ефективність ринку впливають фактори зовнішнього середовища, такі як кількість конкурентів на ринку, адаптивність ринкових учасників та ринкова привабливість з точки зору можливостей отримання доходів [25].

Ще одним важливим аспектом гіпотези адаптивного ринку є арбітраж, тобто це можливості "обіграти" ринок. Прибутки формуються внаслідок змін на ринку та його еволюції. Але ці можливості не існують постійно, а зникають, коли учасники ринку ними користуються [26].

Гіпотеза адаптивного ринку визнає існування різних форм ринкової динаміки: цикли, тренди, бульбашки, крахи та ін. Кожна з цих форм вимагає своєї інвестиційної стратегії. Тому, така стратегія буде ефективною тільки у своєму середовищі і неефективною в будь-якому іншому.

Ключові припущення гіпотези адаптивного ринку [14; 27]:

- індивіди діють у своїх власних інтересах;
- люди роблять помилки;
- особи схильні навчатися та адаптуватися;
- конкуренція виступає поштовхом до адаптацій та інновацій;
- природний відбір формує ринкову екосистему;
- еволюція визначає динаміку ринку.

Серед основних наслідків даної гіпотези зазначимо наступне [14]:

- існує взаємозв'язок між дохідністю і ризиком, але їх співвідношення, як правило, є нестабільним з плином часу;
- індивідуальне та інституційне сприйняття ризику не є стабільним з плином часу;
- час від часу існують можливості для отримання прибутків;
- інвестиційні стратегії, засновані на технічному і фундаментальному аналізі, працюють, але лише в рамках певного середовища;
- розподіл активів може забезпечувати зростання їх вартості за умови пристосування до систематичних змін на ринку;
- метою будь-якого ринкового суб'єкта — виживання, як адаптація до змін.

Гіпотеза адаптивного ринку все ще потребує більш ґрунтовного дослідження для того, щоб претендувати на роль альтернативи гіпотезі ефективного ринку. Вона потребує додаткової інформації та певних даних для вимірювання динаміки розвитку фінансових ринків і поведінки інвесторів в залежності від часового періоду та обставин. Водночас, ця гіпотеза допомагає побудувати зв'язок між гіпотезою ефективного ринку і поведінковими фінансами, що пояснює різні аномалії гіпотези ефективного ринку, не відкидаючи саму гіпотезу.

Теорія поведінкової економіки має хороший потенціал розвитку, в тому числі і в Україні. Розробляючи різні програми на державному рівні, варто враховувати поведінкові фактори, які можуть мати ключовий вплив на бажаний кінцевий результат. За неофіційними джерелами, суб'єкти господарювання вже в деякій мірі використовувати інструменти, які враховують нераціональність людської поведінки, що дало змогу покращити економічний ефект.

В Україні даний напрямок досліджень ще мало розвинений, саме тому поняття поведінкової економіки та поведінкових фінансів частіше можна зустріти у зарубіжних виданнях.

Таким чином, таке дослідження можна вважати одним із першопрохідців в зародженні теорії поведінкової економіки в Україні.

Отже, проведений аналіз наукового матеріалу дає змогу сформулювати таблицю з основними ідеями економічної теорії (табл. 1).

Представлене дослідження дозволяє стверджувати, що єдиною поведінковою теорією прийняття рішень поки що не існує, оскільки інтеграція розуміння впливу психологічних факторів людини на процес прийняття рішень тільки починається і, можливо, через декілька років з'явиться ще декілька теорій, які дозволять ще глибше зрозуміти цей процес. Втім, усі суб'єктивні фактори, що визначають поведінкові відхилення, залежно від способу їх впливу на поведінку інвестора, можна поділити на дві групи: емоційні фактори та когнітивні процеси (фактори неправильної оцінки наявної інформації).

Отже, всі учасники ринку приймають численні рішення. Будь-яке рішення, в тому числі, фінансове є результатом вибору з кількох альтернатив. Яким чином люди приймають фінансові рішення, які чинники впливають на їх вибір і чому одні рішення приносять прибутки, а інші — збитки, на всі ці питання наука досі шукає повну відповідь. Але парадокс у тому, що єдиної правильної відповіді не існує і це частково пояснюється тим, що всі процеси взаємопов'язані та розв'язання одного питання тягне за собою ще безліч не вирішених.

ВИСНОВКИ

Нині, навіть після отримання вченими кількох Нобелівських премій у сфері поведінкових фінансів, зазначена теорія залишається досі дуже суперечливою. І деякі науковці й зараз відмовляються визнавати її існування. Адже основним елементом всіх економічних теорій було положення про раціональну людину.

Проте раціональності властиві вагомі обмеження, адже дуже часто люди поведуть себе нераціонально. Очевидно, що теорія поведінкових фінансів змушує поглянути на економічну історію та сучасні економічні тенденції під іншим кутом зору.

У ході ознайомлення з працями вчених, було виділено десять основних етапів розвитку теорії біхевіористичних фінансів. Причиною для виділення кожного з етапів стали особливості тогочасних досліджень та розвиток економічної теорії з урахуванням людських факторів.

Поведінкова економічна теорія символізує зміну стереотипів мислення економістів, використовуючи в аналізі результати психологічних досліджень, які стосуються процесів прийняття індивідами ірраціональних фінансових рішень.

Вивчення поведінкових фінансів дає змогу оцінювати та прогнозувати інвестиційні вподобання інституційних інвесторів (фінансових установ — професійних учасників ринку), так і безпосередньо інвестиційні настрої домогосподарств (непрофесійних інвесторів), оскільки водночас визначається рівень економічної освіти, фінансової культури, грамотності громадян.

Слід зазначити, що впродовж минулих років сучасна наука вже має певні досягнення у вивченні цієї теми. Причому найбільш вагомим дослідженням і відкриттям, зробленим у сфері поведінкових фінансів, належать саме

Таблиця 1. Основні ідеї економічної теорії в контексті поведінкових фінансів

Назва теорії	Автори	Суть теорії
Класична теорія	Адам Сміт	Всі учасники ринку приймають виключно раціональні рішення
Теорія масової свідомості	Г. Лебон	Люди, які перебувають у натовпі, починають поводитися не так, як вони звикли діяти наодинці і це пояснює нерациональність у прийнятті рішень
Теорія очікуваної корисності	М. Алле	Нестача інформації та стереотипи оцінювання перешкоджають раціональному вибору
Теорія аналізу рішень	Г. Райфф	Через людські почуття в момент прийняття рішення людина схильна відкладати рішення або прийняти поспішні рішення
Теорія обмеженої раціональності	С. Гербрейт	Через обмеженість когнітивних можливостей людини, вона шукає задовільний варіант, який може мінімально її влаштувати
Теорія психологічної економіки	Дж. Катона	Суттєвий вплив на макроекономічну ситуацію в країні має те, як люди інтерпретують реальне навколишнє середовище та як формують свої очікування на майбутнє
Теорія вибору у часі	Дж. Айнсліє	Нерациональність прийняття рішення пов'язана з вибором у часі і, як правило, дана поведінка непослідовна
Теорія перспектив та теорія кумулятивної перспективи	А. Тверські та Д. Канеман	Людина приймає рішення з огляду на власні перспективи, а ці перспективи завжди пов'язані з невизначеністю
Теорія спонукання	Р. Талер та К. Санстайн	Основна частина економічних суб'єктів обирає «лінійний» варіант дій, який пропонується «за замовчуванням»
Теорія адаптивного ринку	Ендрю Ло	Індивіди приймають рішення, виходячи з власного досвіду і своїх найкращих здогадок щодо того, що може бути оптимальним, і при цьому вони схильні до адаптації на ринку

Джерело: складено автором на основі опрацьованої літератури.

американським і західноєвропейським дослідникам.

Проте вивченню цієї проблематики у сучасній вітчизняній економічній літературі належної уваги, на жаль, не приділяється. Така проблематика є надзвичайно перспективною в сучасних умовах, оскільки біхевіористський підхід зосереджує увагу, насамперед, на психологічних факторах, які є найбільш важливими в поясненні багатьох аспектів фінансової поведінки суб'єктів господарювання і не тільки.

Література:

- Маккей Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы. М.: Альпина Паблишер, 2003. 848 с.
- Нечипоренко А.В., Миркун Б.А. Поведінкова теорія у структурі сучасного економіко-теоретичного знання. Економіка, фінанси, облік, менеджмент і право в Україні та світі: зб. тез допов. міжн. наук.-практ. конф., м. Полтава, 1 грудня 2018 р. / Центр фінансово-економічних наукових досліджень. Полтава: ЦФЕНД, 2018. С. 15—16.
- Лебон Г. Психология народов и масс. М.: АСТ, 2018. 384 с.
- Пластун О.А. Гіпотеза адаптивного ринку та застосування еволюційних принципів для пояснення поведінки фінансових ринків. Економічна безпека: держава, регіон, підприємство: матеріали III Всеукраїнської науково-практичної Інтернет-конференції з міжнародною участю, 1 грудня 2016 р. 10 січня 2017 р. Полтава: ПолтНТУ, 2017. С. 46—49.
- Langer E.J., & Roth J. The effects of enhanced personal responsibility for the aged. Journal of Personality and Social Psychology. 1976. № 34. P. 191—198.
- Allais M. Le comportement de l'homme rationel. Econometrica. 1953. Vol. 21. P. 503—546.
- Raiffa H. Decision analysis; introductory lectures on choices under uncertainty. Mass.: Reading, 1968. 309 p.
- Simon A. Herbert. Rationality as Process and as Product of Thought. Richard T. Ely Lecture. American Economic Review. 1978. v. 68. № 2. P. 1—16.

9. Katona G. Psychological Analysis of Economic Behavior. NY: McGraw-Hill, 1951. 347 p.

10. Кужелев М.А. Теория поведенческих финансов как фактор развития национальной денежной системы. Innovations in science and education: challenges of our time. London: IASHE, 2016. P. 58—60.

11. Halushchak I., Melnyk V., Myhovich T., Zhytar M. Methodical aspects of evaluation of financial architecture of economy. WSEAS Transactions on Business and Economics, Vol. 17. 2020, Art. #27, P. 260—268.

12. Tversky A., Kahneman D. Rational choice and the framing of decisions. The Journal of Business. 1986. vol. 59(4). pt. 2. P. 251—278.

13. Жолоб А.О., Нечипоренко А.В. Аналіз розвитку теорії біхевіористичних фінансів. Економіка, фінанси, облік, менеджмент і право в Україні та світі: зб. тез допов. міжн. наук.-практ. конф., м. Полтава, 1 грудня 2018 р. / Центр фінансово-економічних наукових досліджень. Полтава: ЦФЕНД, 2018. С. 13—14.

14. Шиллер Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками. М.: "Альпина Паблишер", 2013. 550 с.

15. Кужелев М. О. Корпоративний контроль: методологія дослідження, фінансовий аспект та моделі формування. Финансы, учет, банки: сборник научных трудов. 2012. Вып. 1 (18). С. 24—34.

16. Капелюш А.А. Ретроспективний аналіз розвитку теорії біхевіористичних фінансів. Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. 2016. №2. С. 120—131.

17. Vernon L. Smith Microeconomic Systems as an Experimental Science. American Economic Review. 1982. № 72 (5). P. 923—955.

18. Tversky A., Kahneman D. Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty. The Journal of Risk and Uncertainty. 1992. V. 5. No 4. P. 297—323.

19. Кужелев М. О. Біхевіористичні фінанси як чинник розвитку національної грошової системи: глобалізаційний аспект. Сучасні проблеми глобалізаційних процесів у світовій економіці: матер. міжн. наук.-практ.

конф., м. Київ, 12 листопада 2018 р. / Мін-во освіти і науки України, Нац. авіаційний ун-т [та ін.]. К.: НАУ, 2018. С. 109—111.

20. Thaler Richard H. Sunstein Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. Yale University Press New Haven & London. 2008. 312 p.

21. Кужелєв М.О., Нечипоренко А. В. Вплив поведінкових факторів на управління фінансовою діяльністю корпорації: теоретичні аспекти. Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. Електронне наукове видання. 2018. № 2. С. 154—168.

22. Thaler R. H., Benartzi S. Save More Tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving. Journal of Political Economy. 2004. № 112. P. 164—187.

23. Lo Andrew. The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. 2004.

24. Кужелєв М.А. Корпоративное управление: сущность и элементы. Економіка і організація управління. 2008. Вип. 3. С. 51—58.

25. Арієлі Д. Передбачувана ірраціональність / переклад з англ. Дзвінки Завалій. Львів: Видавництво Старого Лева, 2018. 296 с.

26. Kuzheliev M., Rekunenko I., Boldova A., Zhytar M. Modeling of structural and temporal characteristics in the corporate securities market of Ukraine. Investment Management and Financial Innovations. 2019. № 2. С. 260—269.

27. Онишко С.В. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: монографія / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. 452 с.

References:

1. Makkej, Ch. (2003), Naibolee rasprostranennye zabluzhdeniya i bezumstva tolpy. [The most common misconceptions and madness of the crowd], Alpina Publisher, Moscow, Russia.

2. Nechiporenko, A. V. and Mirkun, B. A. (2018), "Behavioral theory in the structure of modern economic and theoretical knowledge." *Ekonomika, finansi, oblik, menedzhment i pravo v Ukraini ta sviti: zb. tez dopov. mizhn. nauk.-prakt. konf.* [Economics, Finance, Accounting, Management and Law in Ukraine and the World: Coll. of abstracts. international Research Practice Conf.], Centr finansovo-ekonomichnih naukovih doslidzhen. CFEND, Poltava, Ukraine, 1 dec, pp. 15—16.

3. Lebon, G. (2018), *Psihologiya narodov i mass.* [Psychology of peoples and masses], AST, Moscow, Russia.

4. Plastun, O.L. (2017), "The adaptive market hypothesis and the application of evolutionary principles to explain the behaviour of financial markets", *Ekonomichna bezpeka: derzhava, region, pidpriyemstvo: materialy III Vseukrayinskoyi naukovo-praktichnoyi Internet-konferenciyi z mizhnarodnoyu uchastyu* [Economic Security: State, Region, Enterprise: Proceedings of the Third All-Ukrainian Scientific and Practical Internet Conference with International Participation], Poltava: PolNTU, Ukraine, 1 dec 2016 — 10 jan 2017, pp. 46—49.

5. Langer, E. J. and Roth, J. (1976), "The effects of enhanced personal responsibility for the aged", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.34, pp.191—198.

6. Allais, M. (1953), "Le comportement de l'homme rationnel", *Econometrica*, Vol. 21, pp. 503—546.

7. Raiffa, H. (1968), *Decision analysis: introductory lectures on choices under uncertainty*, Reading, Mass., USA.

8. Herbert, S. A. (1978), "Rationality as Process and as Product of Thought. Richard T. Ely Lecture", *American Economic Review*, vol. 68, no. 2, pp.1—16.

9. Katona, G. (1951), *Psychological Analysis of Economic Behavior*, McGraw-Hill, NY, USA.

10. Kuzhelev, M. A. (2016), "The theory of behavioral finance as a factor in the development of the national monetary system", *Innovations in science and education: challenges of our time*, IASHE, London, UK, pp. 58—60.

11. Halushchak, I. Melnyk, V. Myhovykh, T. and Zhytar, M. (2020), "Methodical aspects of evaluation of financial architecture of economy", *WSEAS Transactions on Business and Economics*, vol. 17, no. 27, pp. 260—268.

12. Tversky, A. and Kahneman, D. (1986), "Rational choice and the framing of decisions", *The Journal of Business*, vol. 59 (4), no. 2, pp. 251—278.

13. Zholob, A. O. and Nechiporenko, A. V. (2018), "Analysis of the development of the theory of behavioral finance". *Ekonomika, finansi, oblik, menedzhment i pravo v Ukraini ta sviti: zb. tez dopov. mizhn. nauk.-prakt. konf.* [Economics, Finance, Accounting, Management and Law in Ukraine and the World: Coll. of abstracts. international Research Practice Conf.], Centr finansovo-ekonomichnih naukovih doslidzhen. CFEND, Poltava, Ukraine, 1 dec, pp.13—14.

14. Shiller, R. (2013), *Irrational'nyy optimizm: Kak bezrassudnoe povedenie upravlyaet rynkami* [Irrational optimism: How reckless behavior drives markets], Alpina Publisher, Moscow, Russia.

15. Kuzhelyev, M. O. (2012), "Corporate control: research methodology, financial aspect and development models", *Finansy, uchet, banki: sbornik nauchnykh trudov*, Vol. 1 (18), pp. 24—34.

16. Kapelyush, A.A. (2016), "Retrospective analysis of the development of behavioral finance", *Zbirnik naukovih prac Universitetu derzhavnoyi fiskalnoyi sluzhbi Ukraini*, vol. 2, pp. 120—131.

17. Vernon, L. (1982), "Smith Microeconomic Systems as an Experimental Science", *American Economic Review*, vol. 72 (5), pp. 923—955.

18. Tversky, A. and Kahneman, D. (1992), "Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty", *The Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 5, № 4, pp. 297—323.

19. Kuzhelyev, M. O. (2018), "Behavioral finance as a factor in the development of the national monetary system: the globalization dimension", *Suchasni problemi globalizacijnih procesiv u svitovij ekonomici: mater. mizhn. nauk.-prakt. konf.* [Modern Problems of Globalization Processes in the World Economy: Mater. international Research Practice Conf.], Min-vo osviti i nauki Ukraini, Nac. aviacijnij un-t NAU, Kyiv, Ukraine, 12 nov, pp. 109—111.

20. Thaler, R. H. (2008), *Sunstein Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven & London, UK.

21. Kuzhelyev, M. O. and Nechiporenko, A. V. (2018), "Behavioural influences on corporate financial management: theoretical aspects", *Zbirnik naukovih prac Universitetu derzhavnoyi fiskalnoyi sluzhbi Ukraini*, vol. 2, pp. 154—168.

22. Thaler, R. H. and Benartzi, S. (2004), "Save More Tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving", *Journal of Political Economy*, vol. 112, pp. 164—187.

23. Lo, A. (2004), *The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective*, London, UK.

24. Kuzhelev, M. A. (2008), "Corporate governance: essence and elements", *Ekonomika i organizaciya upravlinnya*, vol. 3, pp. 51—58.

25. Arieli, D. (2018), *Peredbachuvana irratsional'nist'* [Assumed irrationality], Vidavnictvo Starogo Leva, L'viv, Ukraine.

26. Kuzheliev, M. Rekunenko, I. Boldova, A. and Zhytar, M. (2019), "Modeling of structural and temporal characteristics in the corporate securities market of Ukraine". *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 2, pp. 260—269.

27. Onishko, S.V. (2016), *Rehuliatyvnyj potentsial finansovoho rynku v umovakh hlobal'nykh vyklykiv* [Regulatory potential of the market in the face of global challenges], Vidavnictvo Nacionalnogo universitetu DFS Ukraini, Irpin, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 30.04.2020 р.