

Міністерство освіти і науки України
Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна
Факультет міжнародних економічних відносин
та туристичного бізнесу
Кафедра міжнародного бізнесу та економічної теорії

Кваліфікаційна робота бакалавра

на тему:
**«ПОВЕДІНКОВА СКЛАДОВА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ:
КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ»**

Виконав:
студент групи УМФ-41
спеціальності 292 «Міжнародні
економічні відносини»,
освітньо-професійної програми
«Міжнародні фінанси»
Пожидаєв М. М.

Керівник: д.е.н., проф. Лазаренко В. Є.

Рецензент: к.е.н., доц. Ковальова Т. В.

Харків – 2024

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

Факультет міжнародних економічних відносин та туристичного бізнесу
Кафедра міжнародного бізнесу та економічної теорії
Рівень вищої освіти перший (бакалаврський)
Спеціальність 292 Міжнародні економічні відносини
Освітньо-професійна програма «Міжнародні фінанси»

ЗАТВЕРДЖУЮ

**В. о. завідувача кафедри міжнародного
бізнесу та економічної теорії**

Чемчикаленко Р. А.

підпис

ініціали, прізвище

14 лютого 2024 р.

**З А В Д А Н Н Я
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ**

Пожидаєва Макара Максимовича

(прізвище, ім'я, по батькові студента)

1. Тема роботи: «Поведінкова складова міжнародних фінансів: концептуальні основи»

Керівник роботи: д.е.н., проф. Лазаренко В. Є.

(прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

затверджені наказом по університету від 07.02.2024 р. № 4002-5/343.

2. Строк подання студентом роботи: 24 травня 2024 р.

3. Перелік питань, які потрібно розробити:

Теоретично-дослідницька частина. Дослідити сутність, характеристику та історію виникнення теорії поведінкових фінансів; визначити мотиви та упередження фінансової поведінки суб'єктів господарювання; дослідити розвитку та інтеграції різних концепцій поведінкових фінансів у глобальне фінансове середовище.

Аналітично-рекомендаційна частина. Здійснити аналіз поведінкової складової міжнародних фінансів у глобальному середовищі; визначити моделі поведінки інвестора на фінансових ринках; окреслити напрямки впливу поведінкової складової міжнародних фінансів на прийняття інвестиційних рішень.

4. План роботи:

№ з/п	Назви етапів роботи
1	Вибір, погодження та затвердження теми, призначення наукового керівника
2	Робота з джерелами інформації для написання кваліфікаційної роботи; вивчення нормативних та урядових актів; складання бібліографії наукових джерел
3	Складання календарного плану та розширеного плану-конспекту роботи, узгодження з керівником
4	Написання першого, теоретично-дослідницького розділу
5	Написання другого, аналітично-рекомендаційного розділу
6	Звіт керівника і студента про хід виконання роботи на кафедрі
7	Попередній захист кваліфікаційної роботи
8	Доопрацювання роботи у відповідності до зауважень з попереднього захисту; узгодження виправленого варіанту роботи з науковим керівником
9	Оформлення тексту роботи; подання роботи науковому керівникові для написання відгуку
10	Зовнішнє рецензування кваліфікаційної роботи
11	Захист кваліфікаційної роботи на засіданні Державної екзаменаційної комісії

5. Дата видачі завдання: 14 лютого 2024 р.

Студент

підпис

Пожидаєв М. М.

ініціали, прізвище

Керівник роботи

підпис

Лазаренко В. Є.

ініціали, прізвище

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ПОВЕДІНКОВИХ ФІНАНСІВ.....	8
1.1 Сутність, характеристика та історія виникнення теорії поведінкових фінансів.....	8
1.2 Передумови виникнення та розвиток концепцій поведінкових фінансів.....	14
1.3 Поведінка суб'єктів фінансових відносин в умовах невизначеності.....	20
Висновки до розділу 1.....	29
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ПОВЕДІНКОВОЇ СКЛАДОВОЇ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ У ГЛОБАЛЬНОМУ СЕРЕДОВИЩІ.....	31
2.1 Прикладні аспекти поведінкових фінансів.....	31
2.2 Інвестиційна діяльність як об'єкт дослідження поведінкової складової міжнародних фінансів.....	46
2.3 Перспективи подальшого розвитку концепції поведінкових фінансів на фінансових ринках.....	54
Висновки до розділу 2.....	63
ВИСНОВКИ.....	65
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	68
ДОДАТКИ.....	76

ВСТУП

Актуальність теми кваліфікаційного дослідження. В процесі поглиблення економічних засад розвитку суспільства надзвичайної важливості набувають питання, пов'язані із формуванням та використанням фінансових ресурсів публічного сектору міжнародної економіки. Зважаючи на те, що ефективна система управління міжнародними фінансами здійснює вагомий вплив на забезпечення стабільності фінансової системи країни та гарантування її фінансової безпеки, можемо стверджувати, що проблеми формування методологічного базису дослідження галузі міжнародних фінансів за допомогою новітніх методів та підходів є надзвичайно затребуваними в сучасних умовах. І хоча міжнародні фінанси – відносно новий напрямок наукових досліджень (який базується на міждисциплінарному підході до обґрунтування причин, закономірностей та наслідків прийняття рішень у сфері фінансів під впливом різного роду поведінкових упереджень й ефектів), проте він є доволі цікавим і перспективним, адже науковці (передусім, західні) будь-яку економічну категорію досліджують як з позиції ринку, так і обов'язково з позиції поведінки конкретних людей – економічних агентів. Тож переконані, що саме застосування концепції фінансів дає можливість досліджувати, обґрунтовувати і тлумачити сучасні фінансові процеси та явища, що відбуваються у публічній сфері, з позиції не завжди раціональної (а інколи – абсолютно ірраціональної) поведінки різноманітних суб'єктів фінансових відносин.

Науковці використовують напрацювання теорії фінансів у своїх наукових дослідженнях, однак стосуються такі дослідження (за невеликим винятком) здебільшого фінансів домогосподарств або ж фінансового ринку, рідше – фірм. Тож наукові нароби стосовно доцільності і необхідності використання основних домінант теорії поведінкових фінансів у дослідженні публічного сектору міжнародної економіки є вкрай своєчасними та актуальними у нинішніх реаліях.

Напрацювання цьому напрямку дослідження публічних фінансів зробили свого часу такі дослідники: Н. Барберіс, М. Хуанг, Т. Сантос, Р. Талер, К. Санстейн, П. Бернстайн, Ф. Блек, М. Шоулз, Е. Бертон, С. Шах, К. Камерер, К. Картер, Л. Кауфман, А. Мішель, У. Де Бондт, Е. Фама, Л. Гао, О. Імамоглу, О. Цевік, Д. Канеман, А. Тверські, М. Лін, Е. Ліндстром, К. Менгер, Дж. Мілль, Р. Масгрейв, П. Масгрейв, Л. Калмер, К. Окада, Т. Азума, Д. Рікардо, Г. Шефрін, Дж. Стюарт, Б. Стіверман, Дж. Стіглітц, Б. Шонфельдер, Т. Віпонд, І. І. Благун, О.В. Богоявленський, С. І. Брус, Є. О. Бублик, В. В. Корнєєв, О. З. Ватаманюк, Р. І. Грешко, В. М. Харабара, О. В. Третьякова, О. О. Євдокімова, І. В. Топоркова, М. І. Карлін, Т. О. Кізима, В. В. Корнєєв, В. І. Кривий, В. А. Крикун, І. М. Крупка, С. Г. Кузьмук, М. А. Ліпич, В. В. Ліпський, Луніна І. О., Т. Г. Бондарук, П. О. Нікіфоров, М. Г. Марич, В. Є. Лазаренко, С. В. Приймак, О. Терещенко, І. І. Рекун, Л. І. Чернобай та інші.

Метою кваліфікаційної роботи є дослідження концептуальних основ поведінкової складової міжнародних фінансів. Досягнення мети обумовило постановку і вирішення комплексу взаємопов'язаних завдань, а саме:

- дослідити сутність, характеристику та історію виникнення концепції поведінкових фінансів; визначити передумови виникнення та розвиток концепцій поведінкових фінансів;
- дослідити поведінку суб'єктів фінансових відносин в умовах невизначеності;
- проаналізувати прикладні аспекти поведінкових фінансів та інвестування як об'єкт дослідження поведінкової складової міжнародних фінансів;
- окреслити перспективи подальшого розвитку концепції поведінкових фінансів на фінансових ринках.

Об'єктом дослідження є світовий міжнародний фінансовий ринок в складі світового господарства.

Предметом кваліфікаційної роботи є дослідження системи взаємовідносин суб'єктів господарювання с приводу реалізації їхніх фінансових мотивів.

Для досягнення мети і виконання завдань кваліфікаційної роботи нами були використані наступні *методи наукового дослідження*: методи діалектичного пізнання, історизму та аналогії; методи наукової абстракції, індукції й дедукції; структурно-функціональний і компаративний методи; методи аналізу та синтезу; метод аналізу дій в минулому; метод експертного аналізу; метод вертикальних порівнянь; метод групування; лінійний метод тощо.

Основні результати кваліфікаційного дослідження полягають у наступному: досліджено теоретико-методичні засади поведінкових фінансів; визначено передумови виникнення та розвиток різних концепцій поведінкових фінансів; розглянуто мотиви та упередження фінансової поведінки суб'єктів господарювання; з'ясовано прикладні аспекти концепції поведінкових фінансів; досліджено актуальні моделі поведінки інвестора на фінансових ринках; окреслити вплив поведінкової складової міжнародних фінансів на прийняття інвестиційних рішень.

Практичне значення одержаних результатів полягає у втіленні результатів дослідження у діяльність суб'єктів фінансових відносин, що дасть змогу реалізувати мотиви їхньої поведінки у фінансовій системі.

Апробація результатів дослідження. Результати дослідження доповідалися у матеріалах VII Всеукраїнської науково-практичної конференції «Сучасні перетворення міжнародного бізнесу» (м. Харків, 23 квітня 2024 р.). Висновки та пропозиції опубліковано у тезах конференції [23].

Структура і обсяг. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, двох розділів, висновків і списку використаних джерел. Роботу викладено на 79 сторінках. В дослідженні є 8 рисунків та 5 таблиць. Список використаних джерел містить 75 найменувань на 6 сторінках. Робота містить 3 додатки на 3 сторінках.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ПОВЕДІНКОВИХ ФІНАНСІВ

1.1 Сутність, характеристика та історія виникнення концепції поведінкових фінансів

В основі класичної економічної теорії лежить припущення, що людина завжди обирає найбільш раціональний варіант. Реальна практика рішень інвесторів узгоджується з традиційними теоріями, які майже завжди припускають, що інвестори діють раціонально.

У різних ситуаціях людина може піддаватися впливу певних ірраціональних чинників, наприклад, емоцій, почуттів, ілюзій, забобонів, помилкового сприйняття, стадного інстинкту, спонтанних рішень тощо. На цьому твердженні побудований відносно молодий напрям у економіці – поведінкові фінанси.

Поведінкові фінанси – це галузь наукових досліджень, яка пояснює процес прийняття фінансових рішень у реальних умовах, а також те, чому ці рішення не завжди є раціональними і, як наслідок, призводять до непередбачуваних результатів. Вивчення поведінки суб'єктів фінансових ринків демонструє, що ухвалення рішень не завжди спирається на результати раціонального аналізу всієї наявної інформації, тож ціна акцій будь-якої компанії або ціни на товар чи послугу можуть відхилятися від справедливого рівня; крім того, на фондових ринках протягом деякого часу може спостерігатись тенденція до завищення чи заниження вартості цінних паперів.

Упродовж останніх років значного поширення у фінансовій науці і практиці набула дефініція «публічні фінанси», чому сприяв стрімкий розвиток глобалізаційних процесів. Проте і донині у фінансовій науці практично відсутнє чітке й однозначне трактування цього терміну та ідентифікація його складових. Тож обґрунтуємо власне бачення означених питань.

Зазначимо, що термін «публічний» найбільш часто застосовується у контексті відкритості й доступності будь-яких процесів та явищ (скажімо,

публічний захист наукової роботи) та належності чого-небудь усім (скажімо, публічна бібліотека). Автори наукового видання «Публічні фінанси: теорія і практика» Р. Масгрейв та П. Масгрейв термін «публічний» у поєднанні із категорією «фінанси» пов'язують, насамперед, із поняттями суверенітету і влади. Тому ми переконані, що для формування наукових підходів до дослідження дефініції «публічні фінанси» слід виходити саме із цих міркувань [62, 63].

Так, вітчизняні дослідники публічних фінансів П. Нікіфоров і Т. Качур. трактують їх як «суспільні економічні відносини, які спрямовані на формування, розподіл і використання публічних фондів, необхідних для безперебійного функціонування як держави загалом, так і її територіальних утворень, задоволення публічного інтересу», виокремлюючи з-поміж ключових ознак публічних фінансів їх чітке підпорядкування публічним інтересам, пріоритетність публічних видатків над публічними доходами, а також примусову участь у публічних фінансових відносинах усіх членів суспільства [22].

Таблиця 1.1 – Визначення поведінкових фінансів західними дослідниками

Джерело, рік	Визначення
Дж. Лінтер (1998)	Поведінкові фінанси – це область дослідження, у якій вивчається, як фінанси впливають на інформацію за допомогою інтерпретації для прийняття обґрунтованого інвестиційного рішення
Е. Fama (1998)	Дослідження поведінкових фінансів є унікальною сферою загальних фінансів, яка намагається пояснити аномалії фондового ринку за допомогою упереджень, а не просто намагатися відкинути їх як випадковий фактор, що відповідає гіпотезі ефективності ринку
Б. Барберіс, Т. О'Дін (1999)	Поведінкові фінанси – це сфера фінансів, яка намагається відійти від традиційних припущень економіки, використовуючи спостережувані, систематичні та людські відхилення від раціональності. Люди, зазвичай, надмірно самовпевнені, що спричиняє упередження та прагнення людей уникнути негативних від чуттів
Г. Шефрін (2000)	Поведінкові фінанси – це галузь фінансів, яка швидко розвивається, і займається психологічним впливом на поведінку суб'єктів економічних відносин. Це також дослідження, які стосуються того, як психологія впливає на прийняття рішень, пов'язаних з фінансами

Джерело, рік	Визначення
Г. Фромлет (200)	Поведінкові фінанси – це тісна комбінація індивідуальної поведінки та ринкових явищ, а також знань, отриманих із галузі психології та фінансів
Дж. Франкфуртер, Е. Макган (2002)	Поведінкові фінанси – це частина поведінкової економіки в контексті теорії психології та соціології, які намагаються обговорити випадки, які несумісні з теоріями очікуваної корисності багатства та раціональності людей. Поведінкова економіка має експериментальний характер і використовує методи дослідження, які не використовуються в традиційних дослідженнях фінансів
У. Форбс (2009)	Поведінкові фінанси – це наукова теорія, яке описує, як психологія впливає на фінансовий ринок. Ця точка зору вказує на вплив психології та когнітивних упереджень на здатність приймати рішення, а не на вплив раціональності та максимізації фінансового добробуту

Джерело: [22]

На нашу думку, найбільш чітким і логічно витриманим є визначення В. Кривого, який вважає, що публічні фінанси – це сукупність економічних відносин щодо формування доходів і здійснення витрат, спрямованих на виконання функцій органів загального державного управління на міжнародному, регіональному та місцевому рівнях [14].

Таким чином, можемо стверджувати, що вітчизняні науковці при визначенні поняття «публічні фінанси» враховують, насамперед, такі його найвагоміші критерії як: рівні владних повноважень (державний, місцевий), складові елементи (державний бюджет (державні фінанси), місцеві бюджети (місцеві фінанси), бюджети фондів загальнообов’язкового державного соціального страхування), а також публічність (публічні фонди, публічний інтерес, публічні союзи), тобто прозорість і відкритість функціонування.

Вважаємо за необхідне наголосити, що в економічній літературі поняття «публічні фінанси» нерідко ототожнюють із поняттям «суспільні фінанси», що, на нашу думку, не є зовсім вірним, позаяк суспільні фінанси охоплюють усі економічні відносини країни, результатом яких є рух частини фінансових ресурсів, спрямованих на задоволення і суспільного, і індивідуального інтересів. Окремою частиною таких відносин, котрі мають імперативний характер, є

публічні фінанси. Це актуалізує застосування базових принципів поведінкових фінансів (концепції, що поєднує у собі поведінкові й когнітивні теорії із традиційним підходом до фінансів) до вирішення назрілих проблем розвитку публічного сектору економіки, позаяк відновлювати економічне зростання держави класичними методами стає дедалі важче. Вважаємо, що саме поведінкові фінанси доволі чітко обґрунтовують причини невідповідності класичної теорії, заснованої на раціональності, з одного боку, та реальної фінансової практики – з іншого.

Відтак неможливість пояснити окремі фінансові явища та процеси з позиції класичної економічної теорії все частіше спонукає дослідників до пошуку взаємозв'язку між сучасною економічною наукою та психологією. Тож не дивно, що сьогодні науковці все частіше починають аналізувати саме психологічні особливості ірраціональної поведінки окремих людей та навіть суспільств. Причому важливим досягненням концепції поведінкових фінансів стало визнання того факту, що у сфері фінансів особа приймає рішення під впливом усталених у тому чи іншому середовищі стереотипів, упереджених думок та звичайних людських емоцій.

Важливою складовою теорії публічних фінансів є ті компоненти фінансового знання, які пов'язані із бюджетним процесом, податковою системою та іншими процедурами прийняття фінансових рішень, у яких тісно поєднані, окрім фінансів, елементи філософії, права, моралі, етики, політики тощо. Тож не дивно, що саме за умов представницької демократії парламенти нерідко схвалюють такі соціальні програми, які радше вдовольняють певні популістські амбіції чи відповідають певним політичним гаслам, аніж об'єктивним потребам суспільства чи реальним можливостям національної економіки. З цього приводу П. Бернстайн слушно зауважує, що держава, безумовно, здатна творити суспільне благо, однак за певних умов, масштабів і характеру своєї діяльності вона може ставати і джерелом антиблага, породжуючи такі негативні зовнішні ефекти, як корупція, бюрократизм, неефективність, марнотратство тощо [39].

Вагомою передумовою сталого соціально-економічного зростання є ефективне функціонування системи управління публічними фінансами, базовим елементом якої є технології бюджетування. А одним із інноваційних інструментів залучення громадян до бюджетного процесу (передусім, на місцевому рівні) є бюджет участі.

Слід акцентувати, що, з точки зору поведінкових фінансів у несприятливих економічних і політичних умовах, а також за відсутності достовірної й об'єктивної інформації щодо діяльності владних структур, фінансова поведінка громадян, ймовірно, не завжди буде раціональною. У зазначеному аспекті вагомий вплив на залучення громадськості до участі у бюджетному процесі має так званий «ефект фреймінгу», згідно з яким неабияку роль у прийнятті рішень відіграє спосіб подачі інформації, зокрема і фінансової. Тобто, великий вплив на прийняття того чи іншого рішення чинить безпосередньо сам контекст, у якому цю інформацію подано (скажімо, у позитивному чи негативному контексті, або ж як програш чи виграш тощо). Переконані, що означений ефект є доволі важливим в аспекті організації управлінської діяльності як на рівні держави, так і безпосередньо у територіальних громадах України, позаяк він сприяє забезпеченню позитивних результатів взаємодії між органами публічної влади та громадянами.

На нашу думку, з позиції поведінкових фінансів дуже важливим у розвитку публічних фінансів загалом та партиципаторного бюджетування зокрема є використання так званого «ефекту соціального впливу», згідно з яким інформація про фінансові рішення чи фінансову поведінку однієї соціальної групи впливає на прийняття аналогічних рішень чи формування аналогічної поведінки в іншій соціальній групі. Скажімо, вищезначений ефект можна вдало застосовувати щодо популяризації у своїй громаді успішних проєктів чи рішень сусідніх територіальних громад за допомогою детального аналізу показників свого місцевого бюджету із такими ж показниками бюджетів інших територіальних громад та формування векторів підвищення фінансової спроможності своєї громади.

У контексті тематики нашого дослідження також важливо акцентувати, що при формуванні державної або ж регіональної фінансової політики слід враховувати і дію так званого «ефекту капкана», який виявляється у тому, що особа (у тому числі й публічна), затративши відповідні зусилля та час на реалізацію певної програми чи проєкту, у випадку погіршення майбутніх перспектив цієї програми чи проєкту все ж продовжує здійснювати їх реалізацію заради порятунку первинно затрачених зусиль. Означений ефект на практиці знаходить свій прояв у реалізації органами публічної влади завідомо неприбуткових проєктів чи програм або ж зростанні частки нерентабельних підприємств на території того чи іншого регіону. Відтак переконані, що громадськість нині має усі передумови для того, щоб контролювати означені вище процеси та не допускати неефективного використання публічних коштів.

Зростанню рівня фінансової (зокрема і бюджетної та податкової) культури громадян, з точки зору поведінкових фінансів, сприятиме і так званий «ефект підштовхування», сформульований лауреатом Нобелівської премії Р. Талером у співпраці з К. Санстейном, сутність котрого полягає у тому, що за допомогою певного сприяння і негласних вказівок можна відповідним чином впливати на процес прийняття групових чи індивідуальних рішень, зокрема і фінансових. Іншими словами, несуттєво змінюючи формулювання вимоги, можна впливати на людську поведінку, тобто, застосувавши засоби «підштовхування», можна скоригувати поведінку людини в потрібному напрямку, а отже, досягнути бажаного результату. Якщо державні інститути використовують такі технології у своїх цілях, то таке явище заведено трактувати як «лібертаріанський патерналізм» – визнання законним впливу «архітекторів вибору» на поведінку людей так, щоб не обмежити їхню свободу у прийнятті рішень, але разом з тим скерувати їх дії у потрібному напрямку. Тобто, заохочуючи громадян до самостійної сплати податків із власних доходів без участі податкових агентів, органи публічної влади мають створювати і необхідні умови для особистого контролю ланцюга створення цінності суспільних благ «гроші – податки – державні витрати» [29].

Безумовно, будь-яка особа, зокрема й публічна, або ж органи публічної влади, як цілісний економічний організм загалом, хоча і намагаються поводитися раціонально, проте не завжди демонструють таку раціональність через вплив на цей процес низки факторів. Відтак, знаючи основні причини нераціональної поведінки економічних агентів, подібні ситуації можна передбачити й контролювати, а отже, й уникнути негативних наслідків такої поведінки. Саме тому активне використання напрацювань концепції поведінкових фінансів у сфері публічних фінансів є не лише доцільним, а й вкрай необхідним та своєчасним у нинішніх реаліях. За допомогою використання ефектів поведінкових фінансів можна суттєво активізувати участь громадськості в управлінні публічними фінансами в міжнародній економіці. Тож розуміння базових засад поведінкових фінансів допомагає державі, органам місцевого самоврядування та громадянам робити свідомий вибір і приймати зважені фінансові рішення.

1.2 Передумови виникнення та розвиток концепцій поведінкових фінансів

Поведінкові фінанси – це відносно новий напрямок наукових досліджень (який базується на міждисциплінарному підході до обґрунтування причин, закономірностей та наслідків прийняття рішень у сфері фінансів під впливом різного роду поведінкових упереджень й ефектів), проте він є доволі цікавим і перспективним, адже науковці (передусім, західні) будь-яку економічну категорію досліджують як з позиції ринку, так і обов’язково з позиції поведінки конкретних людей – економічних агентів. Тож переконані, що саме застосування концепції поведінкових фінансів дає можливість досліджувати, обґрунтовувати і тлумачити сучасні фінансові процеси та явища, що відбуваються у публічній сфері, з позиції не завжди раціональної (а інколи – абсолютно ірраціональної) поведінки різноманітних суб’єктів фінансових відносин.

Неможливість пояснити окремі фінансові явища та процеси з позиції класичної економічної теорії все частіше спонукає дослідників до пошуку взаємозв'язку між сучасною економічною наукою та психологією. Тож і не дивно, що сьогодні науковці все частіше починають аналізувати саме психологічні особливості ірраціональної поведінки окремих людей та навіть й суспільств. Причому важливим досягненням концепції поведінкових фінансів стало визнання того факту, що у сфері фінансів особа приймає рішення під впливом усталених у тому чи іншому середовищі стереотипів, упереджених думок та звичайних людських емоцій.

Безперечно, успішність проведення будь-яких реформ (зокрема і у сфері публічних фінансів) напряму залежить від стратегічного вектору розвитку суспільства, який нині значною мірою базується на засадах людиноцентризму (а відтак, і чіткому усвідомленні ролі окремої особи як важливого суб'єкта прийняття фінансових рішень та виразника індивідуальних і суспільних інтересів), що проповідує абсолютну цінність особистості, ставить благо, права і свободи людини у центр державної діяльності. Тому твердження про те, що фінансовою наукою мають досліджуватися не абстрактні категорії чи знеособлені відносини, а діючі особи фіскально-бюджетних операцій (виборці, податкоплатники, законодавці, державні службовці, реципієнти соціальних допомог та ін.) як носії певних інтересів, а також творці науково-теоретичних уявлень і практичних знань про фінанси, набуває надзвичайної гостроти та актуальності у нинішніх реаліях.

У сучасній фінансовій науці домінуючими є два основних підходи до дослідження фінансових процесів та явищ: позитивний і нормативний. І якщо метою позитивного підходу є дослідження наявних реалій за допомогою експериментів та економетричних методів, то у нормативному дослідженні більша частина аргументації має соціологічний, морально-етичний характер, який властивий і поведінковим фінансам зокрема. При цьому вважаємо, що у процесі дослідження публічних фінансів однаково корисними є і позитивний, і нормативний підходи до аналізу фінансових явищ і процесів. Скажімо, з-поміж

трьох основних концептів теоретичного каркасу публічних фінансів (теорії суспільних благ; теорії фіскального обміну; теорії суспільного вибору, на думку П. Нікіфорова і Т. Качур, ідеалістичні підходи у дослідженнях публічних фінансів виявляють себе в ролі морально-етичних критеріїв фінансових явищ і процесів, а ще як мотивація стану суспільних фінансів – і це реалізується в теорії суспільного вибору; матеріалістичний дискурс у розумінні публічних фінансів базується на інтересі, на вигодах: фіскальних – для державних структур (реалізуються в теорії фіскального обміну), споживчо-перерозподільних – для споживачів бюджетних ресурсів, наприклад, суб'єктів системи соціальних допомог (реалізуються в теорії суспільних благ і в теорії фіскального обміну) [22].

За допомогою базових принципів та ефектів, сформованих концепцією поведінкових фінансів, можна пояснити та активізувати участь членів територіальних громад у бюджетуванні, характерною особливістю котрого є створення необхідних умов та надання можливості членам громади активно дискутувати, обговорювати назрілі фінансові проблеми й ухвалювати спільні фінансові рішення.

З точки зору поведінкових фінансів у несприятливих економічних і політичних умовах, а також за відсутності достовірної й об'єктивної інформації щодо діяльності владних структур, фінансова поведінка громадян, ймовірно, не завжди буде раціональною. У зазначеному аспекті вагомий вплив на залучення громадськості до участі у бюджетному процесі має т. зв. ефект фреймінгу, згідно з яким неабияку роль у прийнятті рішень відіграє спосіб подачі інформації, зокрема і фінансової. Тобто, великий вплив на прийняття того чи іншого рішення чинить безпосередньо сам контекст, у якому цю інформацію подано (скажімо, у позитивному чи негативному контексті, або ж як програш чи виграш тощо).

Зростанню рівня фінансової (зокрема і бюджетної та податкової) культури громадян, з точки зору поведінкових фінансів, сприяє й т. зв. ефект підштовхування, сформульований лауреатом Нобелівської премії Р. Талером у співпраці з К. Санстейном, сутність якого полягає у тому, що за допомогою

певного сприяння і негласних вказівок можна відповідним чином впливати на процес прийняття групових чи індивідуальних рішень, зокрема і фінансових. Іншими словами, несуттєво змінюючи формулювання вимоги, можна впливати на людську поведінку, тобто, застосувавши засоби підштовхування, можна скоригувати поведінку людини в потрібному напрямку, а отже, досягнути бажаного результату. Якщо державні інститути використовують такі технології у своїх цілях, то таке явище заведено трактувати як лібертаріанський патерналізм – визнання законним впливу архітекторів вибору на поведінку людей так, щоб не обмежити їхню свободу у прийнятті рішень, але разом з тим скерувати їх дії у потрібному напрямку. Тобто, заохочуючи громадян до самостійної сплати податків із власних доходів без участі податкових агентів, органи публічної влади мають створювати і необхідні умови для особистого контролю ланцюжка створення цінності суспільних благ типу «гроші – податки – державні витрати» [29].

Питання про раціональність економічного суб'єкта піддалися сумніву у 1952 р. французьким економістом М. Алле, а у 2002 р. Д. Канеман отримав Нобелівську премію за роботу з емпіричного доказу, що людина є ірраціональною. У роботах Дж. Сороса схожа модель поведінки отримала назву «Теорія рефлексивності на фінансових ринках» [31].

Існує два підходи до вивчення поведінкових фінансів. Перший розглядає ключовим пунктом результати психології, що характеризують поведінку людини у конкретних економічних обставинах. Ці результати використовуються для побудови нових економічних моделей та коригування наявних. У межах іншого підходу економісти аналізують емпіричні відхилення традиційних моделей. Після цього вивчаються психологічні аспекти поведінки людини, щоб знайти пояснення виявленим відхиленням.

Припущеннями поведінкових фінансів є:

- поведінка суб'єкта фінансово-економічної діяльності є поєднанням раціональних та ірраціональних рішень;
- форма та структура інформації впливає на фінансове рішення;

– ірраціональна поведінка суб'єктів впливає на процес управління фінансами та ціноутворення фінансових ресурсів.

У 1970–1980-х рр. Д. Канеман та А. Тверські розробили так звану теорію перспектив. В її межах вони допустили, що індивідуальні очікування інвесторів обумовлені набором психологічних чинників [72]. Особливу популярність цієї концепції принесла книга Х. Шефріна «За межами жадібності та страху: розуміння поведінкових фінансів та психології інвестування» [66].

Часовий вимір розробки та дослідження різних теорій поведінкових фінансів наведено у табл. 1.2.

Таблиця 1.2 – Найвидатніші представники різних теорій поведінкових фінансів

Представник	Рік	Теорія
Г. Саймон	1955	Теорія обмеженої раціональності
Л. Фестінгер	1957	Теорія когнітивного дисонансу
Д. Канеман, А. Тверски	1973	Теорія евристичного упередження
Д. Канеман, А. Тверски	1979	Теорія перспектив уникнення втрат
Д. Канеман, А. Тверски	1981	Теорія заміщення
Г. Шефрін, М. Стейтман	1985	Теорія ефекту диспозиції
У. Де Бондт, Р. Талер	1985	Теорія надмірної реакції на фондових ринках
Н. Барберіс, А. Шляйфер	1998	Модель настроїв інвесторів щодо слабкої та надмірної реакції цін на акції
М. Стейтман	1999	Поведінкова теорія ціноутворення активів і поведінкова теорія
А. Шляйфер	2000	Теорія ефективного ринку
Н. Барберіс, М. Хуанг, Т. Сантос	2001	Теорія перспектив ціни активів
М. Гринблатт, М. Келохариу	2001	Теорія торгової поведінки
Г. Фромлет	2001	Теорія економічної людини
Дж. Коваль, Т. Шамвей	2005	Теорія неупереджених інвесторів
М. Помпіан	2008	Теорія поведінкових інвесторів
Р. Сбаш	2012	Демографічна модель поведінкових фінансів
П. Нілакантан	2015	Теорія когнітивного упередження

Джерело: [9]

В умовах регулярних ринкових аномалій і високої волатильності фінансових ринків традиційні теорії та принципи не описують з достатньою точністю процеси, що відбуваються. Відповідно до теорії очікуваної корисності

Неймана–Моргенштерна, будь-який розумний індивід прагне максимізувати очікувану корисність. Діючи в рамках теорії очікуваної корисності, економічні суб'єкти оцінюють свою корисність за критеріями ризику та прибутковості, що закладено в основу портфельної теорії Г. Марковіца, згідно з якою за інших рівних умов із двох інструментів з однаковим ризиком буде обрано інструмент з більшою прибутковістю, і навпаки, за рівності умови про прибутковість вибір паде на інструмент із меншим ризиком. Однак такі раціональні та логічні підходи слабо пояснюють ринкові феномени, «бульбашки», вибір інвесторів, волатильність ставок і роблять фінансові та фондові прогнози далекими від реальності.

Значні емпіричні дослідження в галузі когнітивної психології та науки про вищу нервову діяльність людини дозволяють стверджувати, що реальний процес прийняття рішень не можна пояснити лише на основі передумови про раціональність. Потреба в адекватній реальності пояснення процесів прийняття рішень та фінансовому прогнозуванні, в оцінці активів та трендів фінансових ринків призвела до появи нового напрямку – поведінкових фінансів, який перебуває на стадії формування своєї наукової парадигми. Цей напрям виник на стику декількох наук – експериментальної економіки, когнітивної психології, теорії прийняття рішень, науки про вищу нервову діяльність людини.

Поведінкові фінанси засновані на умові, що інвестори приймають рішення відповідно до принципів поведінкової теорії та обмеженої раціональності, вони розширюють принципи реалізації фінансових відносин у процесі розподілу та використання фінансових ресурсів. Суб'єкти фінансових відносин розглядаються як не повністю раціональні у прийнятті рішень через те, що вони спочатку можуть помилятися у своїх уявленнях. У фінансовій галузі суб'єкти приймають рішення і діють під впливом упереджень, стереотипів, емоцій і помилок в аналізі інформації.

1.3 Поведінка суб'єктів фінансових відносин в умовах невизначеності

У основі прийняття рішень суб'єктом фінансових відносин полягає інформація та її повнота, а отже – визначеність чи невизначеність. Більш складні рішення приймаються у невизначеності. Відомо, що невизначеність – поняття більш широке, ніж ризик, первинне, необхідна, але недостатня умова для прийняття рішень. Ризик може стати наслідком невизначеності, а може й не стати. Засновники поведінкових фінансів схильні вважати, що ризик – не об'єктивне, а суб'єктивне явище. Ризик фінансових інструментів не можна повним чином уявити, вдаючись до розрахунку показників волатильності та прибутковості цінних паперів, використовуючи модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM). В основі теорії оцінки лежить поняття ставки дисконтування, яка є мірою ризику та аналізує майбутні грошові потоки на певний момент часу. Ставка, яка розраховується на основі моделі CAPM, складається з двох елементів – безризикової ставки та премії за ризик, який коригується коефіцієнтом. Нереалістичність прогнозів із використанням моделі призвела до необхідності пошуку нових підходів. Зокрема, у 1998 р. вийшла стаття «Модель настроїв інвестора», у якій до аналізу ризику включалися поведінкові аспекти. Подальші дослідження показали, що використання рівня поведінкового параметру (настроїв інвесторів) дозволяє досить точно прогнозувати ринкову прибутковість та динаміку фінансових активів на період від 1 до 3 років. Цей факт пояснює відхилення ринкової ціни активу від його справедливої вартості [35.].

Спробу поведінкового аналізу ставки дисконтування було здійснено за допомогою розробки емоційної моделі оцінки капітальних активів (Emotional Capital Asset Pricing Model – ECAPM) за емпіричними даними ринків Німеччини та США. Розробники цієї моделі показали, що інвестор не тільки механічно здійснює операції з фінансовими інструментами, а й емоційно реагує на події, що відбуваються, відчуваючи розчарування або задоволення. Це призвело до думки

про включення до ставки дисконтування додаткової премії, яка врахує та збалансує емоційну складову учасників ринку [36].

Поведінкові фінанси розглядають інвесторів як звичайних людей, але схильних до упереджень і помилок у прийнятті рішень. Ми можемо розбити упередження та помилки прийняття рішень принаймні на чотири групи.

- самообман. Концепція самообману є обмеженням того, як людина здобуває знання. Коли ми помилково думаємо, що знаємо більше, ніж насправді, ми схильні пропускати інформацію, необхідну для прийняття обґрунтованого рішення;

- евристичне спрощення. Евристичне спрощення відноситься до помилок обробки інформації;

- емоція. Емоції в поведінкових фінансах стосуються того, що ми приймаємо рішення на основі нашого поточного емоційного стану. Поточний настрій людини може збити прийняття нею рішень з раціонального мислення;

- соціальний вплив. Під соціальним впливом мається на увазі те, як інші впливають на прийняття рішень.



Рисунок 1.1 – Упередження та помилки при прийнятті рішень у поведінкових фінансах

Джерело: [73]

В основі інструментарію поведінкових фінансів пропонується використовувати матричні та коефіцієнтні методи дослідження, що дозволяють виміряти рівень реакції взаємодіючих компаній на характер поведінки учасників певної економічної системи.

Під системою мається на увазі відносно відокремлена та стійка частина навколишнього світу, що характеризується зовнішньою цілісністю та внутрішнім різноманіттям. Специфічною рисою економічної системи є її участь у процесах виробництва, розподілу, обміну та споживання благ. У сучасних наукових дослідженнях висунуто напрямок, що називається системною економікою. В рамках такого наукового підходу економічна система сприймається як її створення, функціонування, взаємодія та трансформація. Для повнішої характеристики економічної системи необхідно досліджувати взаємодію її елементів.

На даний час видано низку публікацій, що відображають результати поведінкового аналізу фондового ринку, угод, що зводяться до злиття та придбання фірм, структури механізмів поведінкових планування корпорацій.

При формуванні фінансових рішень стратегічного і тактичного характеру на основі методології поведінкових фінансів слід застосовувати цілком певні методичні прийоми. В окремих випадках доречно скористатися відомими традиційними фінансовими підходами. Так, виявлення ефективності дій фінансових менеджерів досить визначити обґрунтованість структури капіталу фірми. В інших випадках в оцінці ефективності системи управління підприємством у ринковому середовищі використання традиційних підходів явно недостатньо.

Низку ірраціональних фінансових рішень можна тлумачити. Зокрема, спотворення фінансової звітності підприємств можна пояснити прагненням прикрашання даних з метою отримання банківських кредитів, послуг лізингових компаній та інших зовнішніх послуг. А деякі варіанти поведінки фінансових менеджерів за допомогою наявного на сьогодні методичного інструментарію пояснити неможливо. Так, виділення поведінкових складових в обґрунтуванні

фінансової стратегії часом не пояснює ні теорія конкуренції, ні традиційна теорія фінансів. Тому вважаємо за необхідне, при дослідженні фінансового механізму виявляти не тільки явні, а й неявні взаємодії суб'єктів економіки.

Фінансова поведінка суб'єктів господарювання з позицій інституційної економіки визначаються не тільки метою їхньої діяльності, наявними ресурсами, а й соціальними нормами, цінностями, традиціями та установками. Інституційним регулятором, який формує поведінку людей, є норми. Норма – визначник поведінки управлінців, який задається ззовні. Дотримання інституційного підходу при фінансових обґрунтуваннях забезпечує зростання потенціалу життєздатності суб'єктів економіки та сприяє підвищенню фінансових результатів їхньої діяльності.

Такі зовнішні фактори, як норми, так і ринкова обстановка, безумовно, відкладають відбиток на поведінку осіб, які приймають управлінські рішення, але, крім цих факторів, необхідно виявити роль суто суб'єктивних механізмів у прийнятті фінансових рішень. Саме цей елемент і є основою поведінкових фінансів. Для поглиблення виділення поведінкової складової у діяльності фінансових менеджерів вважаємо за необхідне застосувати міждисциплінарний підхід. Такий підхід доцільно сформулювати шляхом поєднання розробок у сферах теорії конкуренції, інституційної економіки, психології, соціальної економіки та теорії галузевих ринкових структур. Запропонована концепція дослідження базується на поясненні поведінки фірм-конкурентів, що знаходяться на одному ринку, залежність між якими проявляється у формі неявних зв'язків.

Дослідження природи прийняття фінансових рішень показує, що фінансові менеджери роблять помилки через неадекватне сприйняття ними економічної дійсності. Це відбувається з наступних причин: по-перше, через неправильної характеристики своїх дій; по-друге, за рахунок відсутності обліку та оцінки намірів, а нерідко і дій інших учасників ринку.

Прояв явних намірів осіб, які здійснюють прийняття та реалізацію фінансових стратегій, можна оцінити в результаті подальшого фінансово-економічного аналізу, неявні мотиви поведінки управлінського персоналу

виявити набагато складніше, скласти їх прогноз можливо, наприклад, на основі апарату ділових ігор, результати якого необхідні для попередження помилок у сфері фінансового планування.

Оскільки конкурентні позиції суб'єктів залежать не тільки від ринкових факторів, але й від мотивів поведінки фінансових менеджерів, тому для використання концепції поведінкових фінансів до виявлення можливостей розвитку суб'єктів господарювання в умовах ринку, слід розглянути прояв економічних інтересів фірм через певні мотиви осіб, що приймають фінансові рішення.

Для вивчення узгодженості інтересів окремого господарюючого суб'єкта з інтересами інших суб'єктів ринку доцільно визначити, якою мірою потреби учасників ринку узгоджуються з мотивами їхньої поведінки, оскільки мотив – це внутрішнє спонукання людини до дії.

Потреби виявляються через основні програми поведінки суб'єктів господарювання, за допомогою яких здійснюється їхня діяльність. Цільові орієнтири діяльності фірм визначають їх економічні потреби, як цільові функції найчастіше встановлюють: зростання вартості підприємства, зростання обсягу продажів, зростання економічної доданої вартості, зростання чистого прибутку, зростання рентабельності продажів.

Для виявлення вектору поведінки економічних суб'єктів слід досліджувати динаміку потреб. Якщо вектор поведінки i -ї фірми не входить у суперечність із спрямованістю поведінки взаємодіючих фірм, його можна використовувати як критерій узгодження фінансово-економічного поведінки i -го суб'єкта коїться з іншими суб'єктами досліджуваної економічної системи. Виявлення наявності чи відсутності протиріч економічних інтересів різних суб'єктів економічної системи згідно з запропонованим нами підходом ґрунтується на аналізі соціальної природи мотивів господарювання. Соціальна природа мотивів прийняття управлінських рішень у галузі фінансів може бути виявлена на основі розгляду двох протилежних груп мотивів: узгодженості та змагальності.

До мотивів узгодженості у виконаному нами дослідженні віднесено: альтруїзм – функціонування фірми спрямоване досягнення успіху інших фірм; загальна вигода – діяльність фірми спрямовано підвищення загального успіху; рівність – спрямованість діяльності фірми для досягнення рівного успіху інших учасників економічної системи.

До складу мотивів змагальності включено: індивідуалізм – прагнення посилити успіх лише своєї фірми незалежно від результатів діяльності інших суб'єктів; суперництво – прагнення суб'єкта перевершити інші фірми; протиборство – прагнення фірми знизити досягнення інших фірм з метою зменшення значущості власної невдачі або підвищення важливості свого успіху.

К. Камерер інтерпретував концепцію поведінкових фінансів так: «Коли поведінкова економіка є основною економікою, поведінкові фінанси є основними фінансами». Камерер зазначає, що концепцію поведінкових фінансів слід оцінювати в контексті поведінкової економіки [42].

Г. Шефрін стверджує, що дослідження поведінкових фінансів є психологічно обґрунтованими. Шефрін стверджує, що основні питання, які розглядаються в дослідженнях, полягають у підкресленні важливості систематичних відхилень у довгостроковій раціональності та ефективності та розробці рішень. Існує два основних джерела цих рішень, які регулярно виникають на ринку. Це вплив переконань і цінностей інвесторів на їх психологію та арбітраж на реальних ринках [66].

Як результат, поява та розвиток дисципліни поведінкових фінансів полягає в основі розвитку наук про поведінку з психологічними аспектами людей і прийняттям цих ефектів у їх поведінці. Визнається, що люди не завжди можуть діяти раціонально. Це визнання свідчить про те, що люди обмежено раціональні у своїх інвестиційних рішеннях і на них можуть впливати психологічні фактори.

Дж. Стіглітц стверджував, що для того, щоб довести достовірність традиційних фінансових теорій, їх слід оцінювати з точки зору їхньої сумісності з реальністю, можливості узагальнення та відстеження [71]. К. Камерер говорить, що поведінкові фінанси більш сумісні з реальністю з точки зору поточних

характеристик порівняно з традиційними фінансовими теоріями, можливість узагальнення є вищою та досягає більш успішних результатів з точки зору відстеження. У табл. 1.3 представлено порівняння поведінкових фінансів і традиційних фінансів за ознаками реалістичності, узагальненості та відстежуваності [66].

Таблиця 1.3 – Порівняння традиційних фінансових теорій і поведінкових фінансів з точки зору реалізму, узагальненості та відстежуваності

Ознака	Традиційні фінансові теорії	Поведінкові фінанси
Реалізм	Оскільки припущення про «раціональну людину» та «економічну людину» не відображають необхідності людських характеристик, рівень реалізму приймається за певних припущень	Припущення «обмеженої раціональної людини» та «уникнення втрат» доводять, що людина володіє психологічними та соціологічними характеристиками. Дослідження показують, що рівень реалістичності поведінкових фінансів превалює
Узагальненість	Нездатність прояснити ринкові аномалії вказує на те, що теореми не можуть бути представлені та узагальнені лише з точки зору раціональної людини	В обмежених раціональних людських інвестиційних рішеннях узагальненість підтримується загальним ефектом співвідношення та ефектом визначеності, що впливає на поведінку людини з боку соціологічних і психологічних факторів
Відстежуваність	Ігнорування психологічного аспекту та ірраціональної поведінки людей у прийнятті інвестиційних рішень показує, що відстежуваність традиційних фінансових теорій може відбуватися за певних припущень	Обмежене раціональне сприйняття людей та їх випадкова ірраціональна поведінка на практиці зміцнює опору фінансової поведінки та зміцнює її відстежуваність

Джерело: [51]

Дослідження в галузі поведінкових фінансів намагаються класифікувати їх на основі певної змістовної структури. Деякі вчені класифікують поведінкові фінанси за когнітивною та емоційною складовими. Дослідження поведінкових фінансів базуються на зборі доказів, які пояснюють неефективність прийняття людських рішень у ситуаціях прийняття економічних рішень.

Таблиця 1.4 – Класифікація поведінкових фінансів за когнітивною та емоційною складовими

Когнітивні складові	Емоційні складові
Складова заміщення	Складова неприйняття втрат
Складова доступності	Складова жалю, відрази, упередженості
Складова самоатрибуції	Складова емоційного статус-кво
Складова самовпевненості	Складова підтвердження
Складова репрезентативності	Складова упередженості
Складова ілюзії контролю	Складова оптимізму
Складова психічного стану	
Складова регулювання	
Складова консерватизму	
Складова невизначеності	
Складова когнітивного дисонансу	

Джерело: [25]

В економічній науці, у теорії ігор, теорії прийняття рішень теорія очікуваної корисності – альтернатива математичному очікуванню, формула, яка може бути використана раціональним гравцем при прийнятті рішень. Сенс гіпотези у тому, що раціональний гравець під час виборів рішення намагається максимізувати деяку величину (благо); здається, природним як така величина використовувати математичне очікування блага, що з'являється в результаті обраного рішення. Однак досвід показує, що в реальному житті багато учасників лотерей вибирають рішення з меншим математичним очікуванням, але з меншим ризиком. Для опису такої поведінки була придумана формула очікуваної корисності. Функціонал ризику є лінійним, таким чином корисність фон Неймана–Моргенштерна для n благ можна представити у вигляді формули :

$$U = \sum_{i=1}^n p_i(x_i), \text{ де } \sum_{i=1}^n p_i = 1 \quad (1.2)$$

де x_i – це i -й результат, а $U(x_i)$ – його корисність.

Поведінкова економіка – це економічний підхід, який відрізняється від основних фінансових потоків деякими основними особливостями. Відмінні риси поведінкової економіки від основних економічних течій представлені під

термінами: суворість, жорсткість, нетерпимість, механізм, відокремлення та індивідуалізм. Поведінкова економіка, яка має справу з різними науковими підходами та економічними установками, має критичний підхід до концепції економічної людини та стверджує, що психологічні характеристики людей ефективні в економічних рішеннях. Поняття поведінкової економіки дає можливість подивитися на економічну поведінку учасника. Оцінка як економічних критеріїв, а й поведінкових дозволяє спрогнозувати більш повну і точну картину поведінки. Таким чином, формула Неймана–Моргенштерна обґрунтовує необхідність урахування впливу факторів, що виходять за межі класичної економіки, на стратегію економічної поведінки учасника під час встановлення цін.

Для характеристики поведінки фірм над ринком, обумовленого господарськими мотивами, представляється доцільним підрозділити поведінку суб'єктів господарювання на два важливих різних виду: деструктивне і продуктивне. Різновиди деструктивної поведінки: протиборство, суперництво, індивідуалізм. До складу продуктивної поведінки включено: заздрість, узгодженість, альтруїзм.

Фундаментальна відмінність між традиційними фінансовими теоріями та поведінковими фінансами полягає в тому, що застосовуються різні методології. У той час як моделі, отримані в результаті теоретичних досліджень традиційних фінансових потоків, підкріплюються емпіричними дослідженнями, ці моделі спрямовані на формування моделей на основі результатів емпіричних досліджень, проведених у сфері поведінкових фінансів [51]. Ця різниця підтверджує те, що результати емпіричних досліджень відіграють панівну роль у розробці практичних моделей і ролі людей у здійсненні економічних інвестицій. Дослідження поведінкової економіки підтверджують той факт, що діяльність інвесторів на фінансовому ринку багато в чому визначається індивідуальними факторами, що характеризують особистість, психологічними особливостями, обмеженою здатністю людини до сприйняття та аналізу інформації, її суб'єктивністю у прийнятті рішень. Через психологічні

особливості люди роблять помилки, пов'язані з індивідуальними мотивами, логікою прийняття рішень.

Висновки до розділу 1

Поведінкові фінанси – це галузь наукових досліджень, яка пояснює процес прийняття фінансових рішень у реальних умовах, а також те, чому ці рішення не завжди є раціональними і, як наслідок, призводять до непередбачуваних результатів. Вивчення поведінки суб'єктів фінансових ринків демонструє, що ухвалення рішень не завжди спирається на результати раціонального аналізу всієї наявної інформації, тож ціна акцій будь-якої компанії або ціни на товар чи послугу можуть відхилятися від справедливого рівня; крім того, на фондових ринках протягом деякого часу може спостерігатись тенденція до завищення чи заниження вартості цінних паперів. При визначенні поняття «публічні фінанси» враховують, насамперед, такі його найвагоміші критерії як: рівні владних повноважень (державний, місцевий), складові елементи (державний бюджет (державні фінанси), місцеві бюджети (місцеві фінанси), бюджети фондів загальнообов'язкового державного соціального страхування), а також публічність (публічні фонди, публічний інтерес, публічні союзи), тобто прозорість і відкритість функціонування. Отже, публічні фінанси – це сукупність економічних відносин щодо формування доходів і здійснення витрат, спрямованих на виконання функцій органів загального державного управління на міжнародному, регіональному та місцевому рівнях. Важливою складовою концепції публічних фінансів є компоненти фінансового знання, які пов'язані із бюджетним процесом, податковою системою та іншими процедурами прийняття фінансових рішень, у яких тісно поєднані, окрім фінансів, елементи філософії, права, моралі, етики, політики тощо. Існує два підходи до вивчення поведінкових фінансів. Перший розглядає ключовим пунктом результати психології, що характеризують поведінку людини у конкретних економічних обставинах. Ці

результати використовуються для побудови нових економічних моделей та коригування наявних. У межах іншого підходу економісти аналізують емпіричні відхилення традиційних моделей. Після цього вивчаються психологічні аспекти поведінки людини, щоб знайти пояснення виявленим відхиленням. У практичному аспекті поведінкові фінанси можна розглядати як основу біржової торгівлі, портфельного інвестування, оцінки бізнесу, формування структури капіталу. На базі ефекту неприйняття втрат, за якого інвестори негативно сприймають ризик отримати збитки від інвестування, будується більшість поведінкових моделей оптимізації портфелю на ринку цінних паперів. Традиційна портфельна теорія будується на прямій залежності між ризиком та прибутковістю. Враховуючи поведінковий аспект, виявляється наявність асиметрії між розміром прибутку від інвестицій та рівнем ризику. Врахування ефекту неприйняття втрат призводить до більш усвідомленого використання моделей і наближає очікування до реальності

РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ПОВЕДІНКОВОЇ СКЛАДОВОЇ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ У ГЛОБАЛЬНОМУ СЕРЕДОВИЩІ

2.1 Прикладні аспекти поведінкових фінансів

Актуальність і визнання у наукових колах результатів досліджень у сфері поведінкових фінансів викликає низку закономірних питань, пов'язаних з можливостями практичної адаптації та безпосереднього застосування напрацьованих теоретичних положень і методичного інструментарію в умовах глобалізації економіки. Ці питання знайшли свій відбиток у наукових працях низки економістів: Р. Талера, П. Бернстайна, К. Окади, Т. Азуми, Р. Болдріджа, Б. Каррі, Н. Барберіса, М. Хуанга, Т. Сантоса, Б. Стівермана, Г. Шефріна та ін. Трудомісткість і суперечливість результатів досліджень у цьому напрямку визначають їх дискусійний характер та зумовлюють наявність широкого поля для подальших наукових пошуків.

Аналіз публікацій свідчить, що у сфері застосування поведінкових фінансів прийнято виділяти низку основних напрямів. Зокрема, американські вчені Н. Барберіс та Р. Талер розглядають підходи до застосування поведінкових фінансових теорій для: вирішення питань, пов'язаних з т. зв. загадкою премії за ризик інвестицій в акції, тобто перевищенні доходів від інвестицій в акції в порівнянні із дохідністю від інвестицій в державні цінні папери; формування профілю середньої прибутковості на основі теорії очікувань та теорії переваг; прийняття рішень у разі інвестування у закриті фонди; ухвалення рішень індивідуальними інвесторами; застосування поведінкових теорій у процесі прийняття інвестиційних рішень на фондовому ринку. Узагальнення результатів досліджень Барберіса і Талера дозволяє визначити ключові напрями застосування поведінкових фінансів: визначення параметрів фондового ринку, оцінку бізнесу, обґрунтування ставки дисконту та процесу дисконтування, державне регулювання мотивації у процесі прийняття фінансових рішень домогосподарствами [37].

У спеціальній літературі відображені деякі підходи, які базуються на концепції поведінкових фінансів. Зокрема, цікаву закономірність було встановлено під час емпіричних досліджень за допомогою моделі Блека–Шоулза, а саме – взаємозв’язок між волатильністю ринку та змінами поведінкового індексу настроїв інвесторів за опціонними контрактами, які торгуються на фондових біржах, а також виявлено чітку функціональну залежність між цими параметрами. Модель Блека–Шоулза (Black–Scholes Option Pricing Model, OPM) – це модель, яка визначає теоретичну ціну на європейські опціони та передбачає, що, якщо базовий актив торгується над ринком, то ціна опціону вже встановлюється самим ринком. Ця модель набула широкого поширення і, крім іншого, може також використовуватися з метою оцінки всіх похідних паперів, включаючи варанти, конвертовані цінні папери, і, навіть, для оцінки власного капіталу фінансово залежних фірм.

Згідно з моделлю Блека–Шоулза, ключовим елементом визначення вартості опціону є очікувана волатильність базового активу. Залежно від коливання активу, вартість нього зростає або знижується, що прямо пропорційно впливає на вартість опціону. Таким чином, якщо відома вартість опціону, можна визначити рівень очікуваної ринком волатильності. [40].

Ефективність моделі Блека–Шоулза обумовлена високим ступенем подібності з математичним описом розумової діяльності людини в процесі прийняття фінансово-інвестиційних рішень, на підставі чого робиться висновок про наявність тісного взаємозв’язку між параметрами фондового ринку, що вивчаються, та його об’єктивним характером.

Японські дослідники К. Окада і Т. Азума побудували модель обґрунтування інвестиційних стратегій ризику, яка базується на глибокому розумінні настроїв інвесторів. Методика, що застосовується з цією метою, спрямована на вивчення психології та настроїв японських інвесторів шляхом моніторингу та систематизації гігантських масивів інформації з різних медіаджерел (ЗМІ, соціальні мережі та інші ресурси) за допомогою технології аналізу текстових даних – обробки природної мови (Natural Language Processing,

NLP). В результаті обробки інформаційних масивів аналітичним шляхом формується індекс настроїв інвесторів, і навіть робиться висновок про основні чинники, що визначають поведінку учасників Токійської фондової біржі. Як стверджують розробники підходу, застосування засобів цифрової обробки текстових даних є перспективним напрямом впровадження поведінкових фінансів та сприяє підвищенню ефективності інвестиційних рішень, які приймаються у процесі управління хедж-фондами [64].

Одним із ключових аспектів застосування поведінкових фінансів є оцінка бізнесу, яка визнається однією з найважливіших складових інфраструктури ринку. Результати оцінки активів формують основу для прийняття фінансових рішень, пов'язаних із здійсненням операцій з кредитування, страхування та проведення першого публічного продажу акцій (Initial Public Offering, IPO). Не вимагає доказів той факт, що в процесі застосування процедур оцінки фахівці перебувають під впливом різних суб'єктивних факторів, які визначають адекватність одержаних результатів. Необхідність отримання релевантних результатів оцінки зростає за умов глобальної економічної нестабільності, коли вплив ірраціональної поведінки аналітиків, інвесторів і менеджерів компанії на параметри оцінки активів посилюється під тиском кризових чинників. Алгоритми, принципи та теоретичні моделі поведінкових фінансів дозволяють обґрунтувати та нівелювати негативний вплив ірраціональної складової на результат оцінки.

Один з основних принципів будь-якого інвестування полягає в тому, що прибуток прямо пропорційний ризику. Іншими словами, чим більший ризик людина бере на себе, тим вищі прибутки вона сподівається отримати. Модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) допомагає інвесторам зрозуміти, на які прибутки вони можуть розраховувати, враховуючи рівень ризику, який вони приймають. Інвестиційні редактори видання Forbes Р. Болдрідж та Б. Каррі запропонували застосування поведінкового підходу до обґрунтування ставки дисконтування очікуваних грошових потоків компанії в базову модель її формування, яка включає два види ризику:

– системний (ринковий) ризик – загальний ризик розвитку подій, які впливають на всю економіку та всі інвестиційні активи. Його дію спричиняють такі фактори, як відсоткові ставки, інфляція, рецесії та геополітичні події, наприклад, війна. Системний ризик стосується ринку в цілому, що означає, що всі активи зазнають однакового впливу;

– несистемний (специфічний) ризик – ризик, який є унікальним для кожного активу. Окремі компанії стикаються з ризиками несприятливих подій всередині них, які, водночас, можуть не вплинути на інші компанії. Ці ризики не пов'язані між різними активами, на відміну від системного ризику.

Модель CAPM залишається широко використовуваною, незважаючи на її залежність від різноманітних припущень. Вона застосовується як дієвий інструмент у поєднанні з іншими методами оцінки цінних паперів та може стати у нагоді в процесі прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень [35].

Основна критика моделі CAPM зосереджена навколо неоднозначності даних, які використовуються в ній. Візьмемо, наприклад, безризикову ставку. Протягом обраного аналітиком періоду інвестування безризикова ставка може коливатися, іноді значно – достатньо просто подивитися на прибутковість зобов'язань у будь-якому нестабільному ринковому середовищі. Вища безризикова ставка підвищить вартість капіталу, тоді як нижча ставка зменшить її, що значно вплине на результат розрахунку моделі. Рух ціни вгору та вниз не однаково ризикований, що змушує деяких спостерігачів замислюватися, чи є це цілком точним показником ризику. Нарешті, премія за ринковий ризик базується на теоретичному значенні. Оскільки вибір цього значення є суб'єктивним, тож навіть використання історичного середнього значення за основним індексом є недосконалим, адже немає гарантії, що ринок працюватиме так само.

Незважаючи на доводи опонентів поведінкових моделей, в результаті їхнього обґрунтування підходи до формування ставки дисконтування були переглянуті і в її структурі були виділені дві складові – об'єктивна, яка характеризується станом фінансового середовища, та суб'єктивна – пов'язана з різними поведінковими проявами (наприклад, емоційним настроєм інвестора).

Так само значним напрямом застосування теорії поведінкових фінансів щодо оцінки бізнесу є формування поведінкових моделей оцінки активів. Так, принципи запровадження факторів ірраціональної поведінки (неприйняття втрат, оцінка інвестором не загального добробуту, а його зміни, а також оцінювання інвестором добробуту щодо бази порівняння, якою виступають отримані раніше результати інвестування) були покладені в основу запропонованої Н. Барберісом, М. Хуангом та Т. Сантосом поведінкової моделі ціноутворення на ринку довгострокових активів. Її основною сферою застосування стало вивчення умов оптимального розподілу добробуту інвестора між споживанням та інвестуванням, а також цільовою функцією інвестора, який отримує корисність (або задоволення) від споживання та змін його фінансового добробуту [36].

Представлена модель навряд чи може використовуватися як основна формула розрахунку очікуваної прибутковості або вартості активу, крім того, вона не може бути впроваджена в практику так само широко, як модель CAPM. Це зумовлено тим, що ця модель, хоч і дозволяє емпіричним шляхом визначити кількісні оцінки очікуваної премії за ризик, все ж таки передбачає здійснення набагато складніших і трудомістких розрахунків, ніж це необхідно в моделі CAPM, а їх достовірність багато в чому визначатиметься прийнятими значеннями параметрів моделі. Таким чином, застосування поведінкової моделі ціноутворення на ринку довгострокових активів має важливе практичне значення і несе в собі низку незаперечних переваг: створює більш реалістичне уявлення про процеси формування вартості активів на ринку з урахуванням особливостей поведінки та психології учасників ринкових відносин, що дозволяє пояснити та отримати прогностні значення окремих параметрів фондового ринку (розмір премії за ризик, співвідношення «ціна/дивіденд» й т. ін.), демонструє залежність між індивідуальними характеристиками поведінки інвестора та параметрами фондового ринку. Разом з тим, можливості застосування цієї поведінкової моделі дуже обмежені через трудомісткість аналітичних процедур у процесі оцінки її індивідуальних параметрів [2].

Поряд із прийняттям інвестиційних рішень на фондовому ринку та оцінкою бізнесу не менш змістовний приклад впровадження поведінкових фінансів для вирішення проблем на рівні державного управління знаходимо на порталі компанії Bloomberg. Автор публікації Б. Стіверман описує метод стимулювання своєчасної оплати рахунків на сплату податків населенням Британських островів та Північної Ірландії, в основу якого покладено теорію уникнення втрат. Згідно з цією теорією, люди реагують сильніше на загрозу втрати, ніж на можливість заощадження коштів. Для застосування запропонованого методу було розроблено спеціальний цифровий додаток, який інформує користувача про необхідність оплати рахунків та про наслідки від їх несплати. Положення концепції поведінкових фінансів застосовуються також на рівні органів державної влади з метою більш ефективного інформування платників податків про необхідність своєчасної та повної їх сплати, що дозволило збільшити соціальні виплати окремим категоріям громадян, зокрема безробітним [70].

Беручи до уваги інтерес фахівців до процесів та явищ, що визначають динаміку формування цін фінансових активів, можна з великою часткою впевненості припустити, що поведінкові теорії та моделі найбільш потрібні при прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку.

Дослідники мають різні погляди на проблему формування моделі економічної людини. Так, Дж. Стюарт, один із послідовників теорії меркантилізму, вважав власний інтерес людини тією рушійною силою, за допомогою якої можна спонукати людей брати участь у суспільному та економічному житті. Правлячий клас, на думку вченого, повинен, керуючись інтересами суспільства, знаходити стимули для інших громадян, діючи, виходячи зі своїх інтересів, підвищувати рівень активності населення у бік прийнятних для суспільства цілей. У роботах меркантилістів було намічено лише окремі штрихи портрета економічної людини [69].

Праці меркантилістів відносяться до так званої класичної теорії фінансів, яка досліджує систему взаємовідносин, що виникають при трансформації

державних та публічних фінансів, на відміну від пізнього меркантилізму, який отримав назву неокласичної теорії фінансів, що займався переважно вивченням діяльності приватного сектору, в тому числі у межах ринку капіталу.

Незважаючи на те, що спочатку поняття «фінанси» було визначено лише на рівні держави, надалі ця категорія розширилася за рахунок коштів регіонів та громадських об'єднань. З огляду на те, що переважним напрямом діяльності держави у частині збільшення доходної бази було отримання податків і зборів, інтерес більшості дослідників не вичерпувався лише грошима.

Значно глибше, ніж у меркантилістів, опрацьовано тему мотиву економічної поведінки людей у працях А. Сміта, адже вважається, що саме він заклав основи майбутніх економічних знань. На перше місце серед причин вибору тієї чи іншої поведінки економічним агентом економіст поставив егоїзм – той самий особистий інтерес, за наявності якого відбувається задоволення потреб членів суспільства у різноманітних товарах. Механізмом реалізації потреб, на думку Сміта, є процес обміну благами між економічними агентами. В даному випадку дотримання власного інтересу розглядалося як перешкода досягненню загального блага, тому важливим висновком з робіт А. Сміта є те, що людина постійно прагне знайти найприбутковіше вкладення капіталу з усіх можливих для нього варіантів. Також він зазначав, що дохід, який отримує людина, може збільшуватися або зменшуватися в залежності від деяких неекономічних факторів, таких як престиж або ексклюзивність. Хоча людина, на думку Сміта, не могла повноцінно передбачати або не могла бути повністю поінформована про наслідки прийнятих ним економічних рішень, все ж вона краща, ніж будь-хто інший, розуміла її власний інтерес. Слід зазначити, що свої висновки Сміт робив не теоретично, а шляхом пояснення явищ, що спостерігаються в економічному житті. Тим не менш, через недостатній розвиток економічної теорії на етапі діяльності даного дослідника, модель економічної людини не стала всеосяжною [68].

Д. Рікардо при створенні своєї концепції використовував інший метод – дедуктивний – і дійшов дещо інших висновків. Він стверджував, що на

економічну поведінку суб'єктів можуть впливати звички чи звичаї. Також він вважав природним те, що люди можуть рухатися від менш прибуткових занять до прибутковіших. В роботах Рікардо виявилася закономірність, характерна для багатьох напрямів економіки, що виникли згодом, яка проявляється в суперечності між положеннями економічної теорії, і тими реаліями повсякденного життя, які дана теорія намагається пояснити. Також критику сучасників викликало його твердження про егоїзм суб'єктів економічного життя, втім, воно було характерним і для праць представників початкового етапу розвитку політичної економії [65].

Антропологічна модель економічної людини, розроблена Н. Сеніором, яка уособлювала функціональне розуміння раціональності економічного суб'єкта, розглядала природний характер егоїстичного мотиву в поведінці людини. Сеніор визнавав наявність у будь-якої людини прагнення придбати якесь «багатство» (пізніше, крім матеріальних благ, він включив у це поняття і категорії влади, добробуту, друзів тощо). У цьому твердженні, на думку Сеніора, можна було впевнитись за допомогою спостереження за людьми. Радикальність формулювань вчений пом'якшив додатковими умовами, пов'язаними з тим, що люди схильні до пристрасті до багатства різною мірою, а також визнанням наявності та інших факторів крім названого. Вчений вважав, що, якщо вдасться вивчити ці чинники, то економічна наука перестане бути гіпотетичною, а стане більш практичною.

Методологічний напрямок у створенні моделі економічної людини було представлено у працях Дж. С. Мілля. Його підхід, викладений у книзі «Про предмет політичної економії та про метод її дослідження», можна вважати більш опрацьованим з методологічної точки зору. Мілля він свідомо редукував багатогранну мотивацію людини до єдиного прагнення (до збагачення) і дійшов висновку про необхідність формування моделі поведінки людини, яка є якоюсь абстрактною конструкцією, лише до певної міри наближеною до реального стану справ. Цей підхід є втіленням інструменталістського визначення раціональності економічної людини. Обмеженням моделі Мілля стало те, що застосування її

можливе лише у випадку, коли на поведінку людини не впливають жодні фактори, крім зазначеного. Прогресивним у поглядах дослідника стало те, що він узяв до уваги не лише мотиваційний компонент прийняття економічного рішення, а й когнітивний, пов'язаний з оцінкою ефективності альтернативних засобів досягнення мети [61].

Дж. С. Міллю та іншим представникам англійської школи у питанні створення робочої моделі людини опонували прихильники німецької економічної науки, т. зв. історичної школи. Їхню реакцію викликала недостатня увага до аналізу історичних фактів та прагнення підмінити глобальні закономірності локальними явищами. Так, К. Кніс розширив перелік факторів, які впливають на економічного суб'єкта за рахунок почуття солідарності, міркувань справедливості, географічних та етнокультурних особливостей. Крім того, він ввів в економічну науку уявлення про зовнішні та індивідуальні причини економічних рішень. Особливістю досліджень Кніса є ширше розуміння чинників, які впливають на поведінку економічного агента. У той самий час, його погляди критикували за надмірну увагу до форм суспільного обумовлення економічних рішень.

Послідовник історичної школи К. Леслі полемізував із представниками класичної школи, які, на його думку, не враховували когнітивні фактори поведінки власників капіталу, пов'язані з тим, що останнім складно здійснити перетікання капіталу у бік більш прибуткових підприємств через складність розрахунків норми прибутку та неможливість прогнозування майбутнього стану економіки.

Намагаючись примирити прихильників класичної та історичної шкіл, німецький економіст А. Вагнер інкорпорував конкуруючі концепції уявлень про мотивацію економічних суб'єктів та запропонував власне бачення моделі людини. Його погляди передбачали існування як егоцентричних (наприклад, бажання вигоди та страх втрати, надія на схвалення та страх покарання, почуття честі та страх ганьби, прагнення до діяльності як такої та побоювання наслідків ледарства), так і неегоцентричних (почуття обов'язку та страх перед докорами

сумління) мотивів у діяльності індивідуума. Внеском Вагнера можна вважати артикуляцію в системі економічних знань тези про наявність у людини потреб, розділених на рівні відповідно до участі або неучасті в їх задоволенні, інстинкту самозбереження та власного інтересу.

Англійський вчений-утилітарист Дж. Бентам вважав досягнення добробуту основним принципом, відповідно до якого будь-який індивід організовує свою діяльність, яка може виходити за межі суто економічних дій. Відповідно до цього людина у своїй діяльності має, на думку вченого, єдину мету, пов'язану із переживанням задоволення. Не обмежуючись вивченням мотивації, Бентам вказував на участь когнітивного чинника у прийнятті економічного рішення в процесі кількісної оцінки індивідуумом величини насолоди і страждань, що переживаються. У той же час Бентам не враховував можливість впливу різних факторів на якість такої оцінки. У розвитку уявлень про прагнення отримання задоволення в поведінці індивідуумів Дж. Бентам висловлював ідею про потенційну калькулюваність зазначених величин, про їх можливий взаємний порівняння і навіть врівноваження. Він також розробляв ідею про наявність різних компонентів оцінки ступеню насолоди – інтенсивності, тривалості й т.ін. Ідеї Бентама критикували за одностороннє розуміння аспектів економічного вибору, який відбувається, на його думку, у руслі гедоністичних тенденцій.

Представник німецької економічної школи Г. Госсен розвинув і доповнив принципи, запропоновані Дж. Бентамом. Госсен розробив теорію, основою якої стало твердження про те, що людина при здійсненні вибору намагається отримати найбільшу можливу корисність від задоволення потреб серед усіх доступних йому варіантів. З цього твердження було виведено закон спадної граничної корисності та закон вирівнювання граничних корисностей, згодом названі законами Госсена. Ці закони лягли основою розуміння представниками маржиналізму раціональності людини.

Подібно до К. Кніса, К. Маркс також велике значення надавав колективним формам організації суспільства і впливу їх на економічну поведінку індивіда.

Однак у своєму «Капіталі» економічні процеси та роль в них особистості учений розглядав під іншим кутом. Він послідовно розкриває роль капіталіста як одного із головних учасників економічних відносин, а також як виразника і актора функції узагальненого капіталу. Маркс розглядає функцію капіталіста як представника цілого класу суспільства, при цьому дослідник вивчає явище одухотворення та закономірності функціонування капіталу в суспільних відносинах, уречевлення знеособлених спільностей. Більш того, вчений не просто розглядає індивідуума як виразника виконуваної їм у класовому суспільстві ролі, а й виходить на рівень комплексніших узагальнень і визначає його як «сукупність суспільних відносин. В цілому можна вважати, що Маркс, крім інших своїх досягнень, вніс до моделі економічної людини розуміння впливу на неї групових та особистісних факторів, а також їхню сукупність [59].

Ще один важливий крок у розвитку моделі людини в економічній науці було зроблено маржиналістами. Їхні праці були створені на основі тих положень, які були розвинені Дж. Бентамом та Г. Госсеном. До маржиналістів відносять таких учених, як У. Джевонс, К. Менгер, Л. Вальрас. В їхніх працях з'являється модель людини з чітко заданими вимогами до характеристик, передумов та обмежень застосування її потреб. Економічна людина в теорії маржиналістів, подібно до суб'єкта, дослідженого Дж. Бентамом, прагне отримання задоволення та насолоди і уникає страждань. Також вона є раціональною через максимізацію граничної корисності при задоволенні своїх потреб, як у разі їхньої одиничності, так і множинності.

Незважаючи на значущість рівноваги між рівнем пропозиції блага та попитом на нього, що визначає ціну цього блага, для моделі людини в трактуванні маржиналістів вона виявилася більшою мірою застосовна у разі споживача благ, на відміну від класичної парадигми, яка розглядала людину в якості постачальника благ. Разом з тим, деякі дослідники вважають споживача в теорії маржиналістів фігурою, яка увібрала в себе узагальнюючі риси підприємців, найманих робітників та споживачів благ.

Праці маржиналістів дозволили перейти до вивчення раціонального економічного суб'єкта, який максимізує свій добробут. З метою адаптації маржиналістської моделі було введено низку обмежень, наприклад, відмову від вивчення колективу. Також модель маржиналістів не містить обмежень застосування, пов'язаних з недостатньою поінформованістю економічних суб'єктів щодо можливих варіантів вибору, стану середовища, а також швидкості та витрат прийняття рішень, а отже, результати прогнозу будуть змінюватися на величину неврахованих впливів. Недоліки маржиналістської теорії обумовлені також відсутністю математичної складової та значним спрощенням аналізу мотиваційного та когнітивного компонентів моделі.

Значення робіт маржиналістів у дослідженні економічного вибору людини полягає у тому, що вони помістили модель людини у фокус вивчення економічної науки. Праці одного з перших маржиналістів К. Менгера стали основою австрійської економічної теорії. Відстоюючи позиції методологічного індивідуалізму, австрійці разом з Менгером вважають конкретну людину власником шкали, за якою оцінюється вагомість того чи іншого блага щодо задоволення його потреб та безпосереднім учасником будь-яких економічних процесів. Ця теза зумовила їхній інтерес до вивчення безпосередньо індивіда. При цьому твердження маржиналістів про прагнення людини до максимізації корисності вони трансформують на схильність до задоволення максимальної кількості потреб мінімальною кількістю благ. Розуміючи важливість когнітивного компонента моделі людини, прибічники австрійської школи вказували на неповну його раціональності внаслідок помилок чи нестачі здібностей [60].

Наступним кроком у розвитку моделі людини стало узагальнення положень різних економічних теорій, здійснене А. Маршаллом. Намагаючись в одній теорії поєднати досить сильно абстраговану модель людини, розроблену маржиналістами та емпірично не завжди відповідні їм дані реального життя з поглядами представників класичної та історичної шкіл економіки, Маршалл у своїх працях використовував модель поведінки людини, досить близьку до

поведінки реальних людей. Економічного суб'єкта він розцінював як такого, що володіє різноманітним мотивам та діє з метою заробляння грошей, але який, проте, має деяку кількість й альтруїстичних спонукань. Важливим досягненням є спроба Маршалла зробити доступним грошовий вимір потреб. Когнітивні можливості суб'єктів він розглядає у вигляді широкого континууму відповідно до здатності до прогнозування та планування діяльності, і навіть допускає прояв раціональності у разі виконання індивідом автоматичних дій.

З плануванням пов'язаний і зроблений ним висновок про превалювання ролі виробництва над споживанням у розвитку потреб. На думку Маршалла, воно відбувається не в останню чергу завдяки таким якостям підприємців, як незалежність, віра у свої сили, здатність до прогнозування та прийняття швидких та продуманих рішень. У той же час, учений не вважав за можливе використання своєї теорії повсюдно, наприклад, до таких випадків він не відносив діяльність на фінансових ринках або поведінку монополій.

Подальший розвиток економічної науки відкрив світу представників універсалізму: Ф. Вікстідта, Л. Роббінса, Л. Ф. Мізеса та ін. Вони виступали за розширення застосування економічної теорії до будь-якої галузі діяльності, в якій рівень потреби відчуває тиск нестачі ресурсів. Тенденція до універсалізації економічного знання зробила затребуваною поняття «раціональність економічного агента» та виділення двох її аспектів: оптимізаційно-діяльнісного та інтелектуально-оцінного.

У роботах Ф. Вікстідта розширилося розуміння мети діяльності економічного агента, а також було здійснено перехід від матеріальних егоїстичних стимулів до широкого спектру різноспрямованих мотивів. Переконання Маршалла у певній раціональності автоматичних дій поділяв і Вікстідт, пояснюючи це економією на витратах та попередньою емпіричною верифікацією їх ефективності. Л. Роббінс додавав до цього переліку ще й витрати середовища. Л. Ф. Мізес відстоював підвладність будь-якої людської діяльності вивченню із застосуванням економічної теорії, акцентуючи суб'єктивне розуміння вибору та відношення діяльності до мети. Абсолютизація

суб'єктивізму в оцінці мотивації та діяльності сприяє, за Мізесом, універсалізації предмета та об'єкта вивчення, але призводить до неможливості прогнозування поведінки індивіда.

У подальшому розвиток вчення про економічного суб'єкта пов'язане з ім'ям Дж. М. Кейнса. Якщо звернутися до історичного контексту робіт цього вченого, то в час, який припадав на період подолання наслідків Великої депресії, було потрібно чітке розуміння закономірностей розвитку критичних явищ і в той же час висока здатність теорії, яка б пояснювала поведінку різних груп індивідів в економічних процесах. Кейнс будував свою теорію виходячи з поняття про агреговані, а не атомізовані суб'єкти, які представляють дійових осіб економічних відносин. Це визначило залучення психології у побудову економічного вчення із формуванням психологічних законів, зокрема, інерційної підтримки рівня споживання, розуміння заощаджень та залишку споживання.

Модель економічної людини в розумінні Дж. М. Кейнса в силу залучення макроекономічних змінних набула дуже усереднених рис внаслідок значних розмірів вибірки складових її учасників, водночас підвищилися вимоги до її управлінського потенціалу, також більшу увагу було приділено її психологічній обґрунтованості. У силу ускладнення досягнення рівноваги модель набула певного динамізму, а також пов'язала настрої в суспільстві з майбутнім економічним зростанням, не віддаючи пальму першості раціональним економічним міркуванням. Кейнс також зробив важливе зауваження про неповноту інформації, яку мають економічні агенти, зокрема один із типів, що розглядаються – інвестори на фінансових ринках.

Неокласична теорія, найактуальніша на сьогодні, є найбільш визнаною серед економістів. Її адаптованість до різних умов економічного життя, обумовлена формуванням меж застосування, а також створенням додаткового захисного поясу теорій, згідно з поглядами І. Лакатоса. Наприклад, ситуація економічного вибору може відбуватися за різних обставин, відповідно до цього і розглядаються дані випадки в рамках неокласичної парадигми.

У ситуації визначеності, яка описується неокласичною теорією, модель людини будується виходячи з передумов, що характеризуються перевагами та обмеженнями, є основою моделі вибору. Переваги відповідно до цих умов повинні мати такі властивості: повнота, транзитивність, незалежність, монотонність, сформованість, безперервність, рефлексивність. Обмеження мають наступні параметри: екзогенна зумовленість цін та доходу споживача, досконала інформація про ціни та цінність благ, лімітованість лише доходу, можливість отримання та обробки повної інформації про можливості вибору. На додаток до них також введені обмеження безпосередньо моделі вибору: відсутність невизначеності та змін у часі, здібності до обробки інформації. Задана такими передумовами модель фактично поділяє опис вибору на дві складові: вектор споживання та поєднання бюджетних обмежень з корисністю, виражені у дескриптивній формі. Ізолювання надає перевагу над обмеженнями, а залежність цілей від коштів дозволило визначити набір допустимих цілей та прийнятних засобів їх досягнення. Суб'єкт вибору має виконувати функції лише однієї ролі. З огляду статичного характеру моделі мається на увазі, що вибір розглядається як результат, а не як процес.

Отже, різні напрями економічної науки по-різному розуміють процес економічного вибору. У той же час, переважна їх більшість визнає існування апріорної раціональності учасників економічних взаємин. Разом з тим, накопичені факти свідчать як мінімум про неповну відповідність навіть неокласичної теорії, яка була визнана найбільш розвиненою та опрацьованою, умовами здійснення діяльності економічними агентами. Неокласична парадигма, що остаточно склалася до теперішнього часу, має властивість адаптованості до нововиявлених обставин функціонування економічного агента, що висуває вимоги до концептуалізації їх у рамках економічної науки та пояснення закономірностей тих процесів, які супроводжують зміну умов його функціонування. Така адаптація можлива завдяки формуванню допоміжних теорій, основоположні принципи яких зберігають тісний зв'язок із ядром

неокласичної парадигми, а додаткові, змінені умови відбиваються із більшою мірою достовірності.

2.2 Інвестиційна діяльність як об'єкт дослідження поведінкової складової міжнародних фінансів

Коли справа доходить до інвестування, людські емоції, природно, ускладнюють прийняття розумних рішень, наприклад купувати дешево та продавати дорого. Загалом, саме тому багато інвесторів продають під час падіння ринку, тим самим фіксуючи збитки, і повертаються лише після того, як акції відновляться. Дослідження свідчать про те, що ці поведінкові упередження є основною причиною того, чому середній інвестор погано працює на ринку.

Прибуток інвесторів розраховується з використанням даних, наданих інститутом інвестиційних компаній, які представляють зміну загальних активів взаємного фонду після виключення продажів, викупів та обмінів. Цей метод розрахунку враховує реалізований і нереалізований приріст капіталу, дивіденди, відсотки, торгові витрати, збори з продажу, комісії, витрати та будь-які інші витрати. Індекс S&P 500 відстежує ефективність 500 найбільших публічних компаній США. Неможливо інвестувати безпосередньо в індекс. Минулі результати не гарантують майбутніх результатів. Спроба визначити час на ринку часто призводила до неефективності ринку. Коротші періоди інвестування можуть знизити прибуток. Середній термін зберігання фонду становив близько 4 років і цей брак часу мав свою ціну.

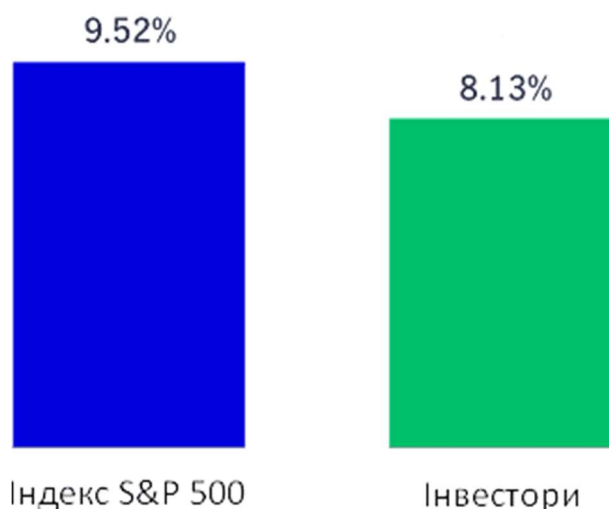


Рисунок 2.1 – Середня річна прибутковість, індекс S&P 500 порівняно з інвесторами фондів у період 1999–2021 рр., %

Джерело: [75]

Уважніше ознайомившись із деякими основами поведінкових фінансів, інвестори зможуть навчитися дозволяти логіці, а не емоціям керувати своїми інвестиційними рішеннями.

У 2010 р. М. Ван, М. О. Рігер та Т. Хенс дослідили часові переваги, ризикову поведінку та поведінкові упередження майже 7 тис інвесторів у понад 50 країнах. Після контролю за такими факторами, як національне багатство та зростання, вони виявили, що англосаксонські країни є найбільш терпимими до втрат, тоді як інвестори зі Східної Європи мають найбільшу огиду до втрат. Зокрема, вони виявили, що культурні аспекти індивідуалізму, дистанції влади та маскулінності суттєво корелюють із неприйняттям втрат.

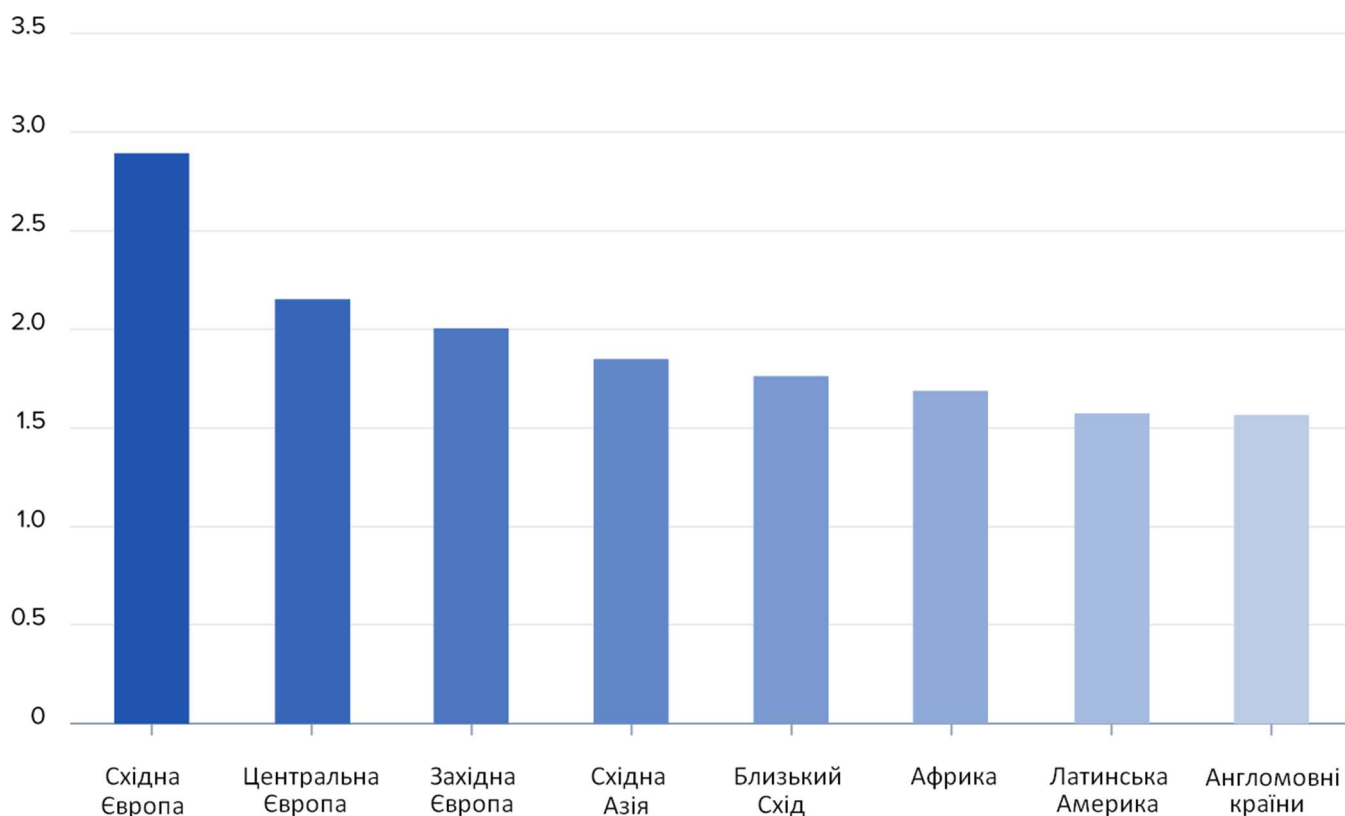


Рисунок 2.2 – Несприйняття втрат і часові переваги за регіонами світу

Джерело: [57]

Щоб глибше зрозуміти це ствердження, давайте розглянемо індивідуалізм і його полярну протилежність — колективізм. У колективістському суспільстві, такому як Східна Азія, люди ідентифікують себе як частину більших соціальних груп, тоді як в індивідуалістичному суспільстві, такому як західна культура, особисті цінності та досягнення важливіші. В індивідуалістичних культурах наголошується на самовдосконаленні та незалежності, тому люди більше цінують і піклуються про об'єкт (або інвестиції), пов'язаний із ними. На противагу цьому представники колективістських культур схильні приймати цілісну точку зору на окрему подію і, таким чином, легше справляються з втратами. Вони також отримують більше соціальної підтримки, що робить їх менш чутливими до втрат.

Незважаючи на очевидні переваги від диверсифікації, інвестори віддають перевагу «знайомим» інвестиціям своєї країни, регіону, держави чи компанії. У дослідженні професор Колумбійської бізнес-школи Г. Хаберман виявив, що в 49

із 50 штатів інвестори частіше володіють акціями місцевої регіональної телефонної компанії, ніж будь-якої іншої. Інвестори також віддають перевагу внутрішнім інвестиціям над міжнародними. У дослідженні, проведеному Н. Стронгом і С. Сю, вчені досліджували цю «упередженість власного капіталу». Вони стверджують, що сам по собі відносний оптимізм інвесторів щодо внутрішнього ринку не може повністю пояснити упередженість акціонерного капіталу.

Крім упередженого географічного знайомства, інвестори також виявляють сильні переваги щодо інвестування в акції свого роботодавця. Це може бути небезпечним для працівників, тому що, якщо працівники присвячують велику частину своїх портфелів акціям своєї компанії, вони ризикують збільшити збитки, якщо компанія працюватиме погано: по-перше, через втрату компенсації та збереження роботи, а по-друге, через втрату пенсії. заощадження.

Наслідком упередженого знайомства є те, що інвестори тримають неоптимальні портфелі та страждають від недостатньої диверсифікації. Хоча найкраща практика полягає в тому, щоб портфелі містили щонайменше 300 акцій, середній інвестор має лише три-чотири. Концентрація середнього інвестора в акціях роботодавця, велика капіталізація та внутрішні акції суперечать перевагам диверсифікації. Щоб подолати цю упередженість, інвесторам потрібно розширити свій інвестиційний портфель.

Класичні моделі прийняття інвестиційних рішень передбачають, що даний вибір ґрунтується на оцінці учасника фінансового ринку корисності альтернативи відповідно до концепції теорії корисності в умовах ризику. Так, базуючись на положеннях традиційної теорії корисності, потрібно згодом оцінювати поведінку суб'єкта в умовах ризику, невизначеності та аномалій фінансового ринку. У разі ризику сучасна теорія корисності передбачає наявність функцій корисності. Нехай імовірнісний простір визначено випадковою величиною Z з наступною функцією розподілу:

$$F_z(x) = P(z \leq x) \quad (2.1)$$

де учасники фінансового ринку роблять вибір між різними альтернативами Fz , причому результат ухвалення відповідної альтернативи можна описати випадковою величиною із заданою функцією розподілу. Функція очікуваної корисності буде мати вигляд:

$$U(F_z) = \int_R u(x) dF_z(x) \quad (2.2)$$

де R – безліч резових чисел; $u(x)$ – функція корисності виграшу; $U(F_z)$ – очікувана корисність альтернативи.

Якщо кількість альтернатив є кінцевим числом, очікувана корисність має такий вигляд:

$$U(F_z) = \sum u(x)p(x) \quad (2.3)$$

де $u(x)$ та $U(F_z)$ — відповідно очікувана корисність альтернативи та функція корисності виграшу; $p(x)$ – ймовірність відповідного виграшу.

Якщо зазначена функція базується на аксіомі корисності, то поведінка суб'єкта господарювання характеризується зростанням корисності разом зі збільшенням математичного очікування прибутковості і характеризується зменшенням очікуваної корисності при збільшенні дисперсії прибутковості.

Портфельна теорія, запропонована вперше Марковіцем, дозволяє моделювати поведінку інвестора при здійсненні фінансових інвестицій в умовах ризику на основі максимізації співвідношення між прибутковістю та ризиком. У реальних умовах інвестори в залежності від обраної концепції поведінки можуть також розраховувати та приймати управлінське рішення на основі коефіцієнтів Шарпа, Сортіно, Трейнора.

Однак процес здійснення вибору поведінкової інвестиційної стратегії представляє особливий інтерес у зв'язку з тим, що дії учасників фінансового ринку, спрямовані на максимізацію корисності, можуть істотно вплинути на ціну активу, наприклад, у ситуації, коли безліч учасників прагне продати або купити певний актив фінансового ринку.

У світовій економіці є досить велика кількість моделей, що характеризують різні поведінкові аспекти учасника фінансового ринку. В основному моделі даного класу припускають вибір суб'єктом господарювання управлінського інвестиційного рішення. Основні поведінкові моделі, що застосовуються інвесторами на фінансових ринках, представлені у табл. 2.1.

Таблиця 2.1 – Моделі поведінки інвесторів на фінансових ринках

Модель	Характеристика	Особливості
Міноритарна	Учасник отримує вигаш, якщо більшість інших учасників обирають протилежну стратегію	Моделі базуються на передумові отримання більшої корисності, при продажі активів за завищеними цінами та купівлі активів за заниженими цінами. Однак ці моделі значно «спрощують» реальність, тому що управлінське рішення залежить в основному від кількості операцій купівлі-продажу на ринку, а не від цінових тенденцій активів
Мажоритарна	Учасник отримує вигаш, якщо більшість учасників обирають аналогічну йому стратегію	
Змішана	Застосовується якщо частина учасників використовують міноритарну стратегію, а частина — мажоритарну	
Міжринкова змішана	У разі реалізації змішаної поведінкової стратегії на кількох взаємкорелюючих ринках	
Двосторонній аукціон	У разі оголошення учасником своєї позиції щодо готовності купити чи продати активи за певною ціною	Модель передбачає наявність ефективного, однорідного фінансового ринку

Джерело: [39]

Слід зазначити, що апробація та верифікація зазначених вище моделей проводились за ретроспективними статистичними даними зарубіжних ринків цінних паперів за відсутності сильної волатильності цінової динаміки фінансових активів.

Індивідуальний ризик властивий конкретному фінансовому інструменту, ринковий ризик пов'язаний з усім ринковим розмаїттям. Інвестор може виключити індивідуальний ризик, сформувавши добре диверсифікований портфель, але не здатний виключити ринковий ризик.

До основних видів ризиків портфельного інвестування можна віднести такі.

– систематичний ризик – є ризиком варіабельності прибутковості ринку цінних паперів загалом. Він не пов’язаний із конкретним цінним папером і є недиверсифікованим;

– специфічний ризик – є ризиком, пов’язаним із вкладенням у конкретні цінні папери. Специфічний ризик диверсифікується, знижується. Перерахуємо існуючі види специфічного ризику: галузеві та регіональні ризики (ризик законодавчих змін; галузевий ризик; регіональний ризик; діловий ризик, ризики емітента, кредитний ризик); ризик втрати ліквідності; відсотковий ризик; управлінські ризики (селективний ризик, тимчасовий ризик, капітальний ризик, ризик дострокового відкликання, ризик недостатньої диверсифікації); технічні ризики (ризик постачання, операційний ризик, ризик врегулювання розрахунків).

Таблиця 2.2 – Основні типи інвесторів на ринку цінних паперів

Тип інвестора	Цілі інвестування	Ступінь ризику	Тип фінансового активу	Вид портфеля
Консервативний	Захист від інфляції	Низький	Державні цінні папери, акції та облігації великих стабільних емітентів	Високонадійний, але низькодохідний
Помірний	Тривале вкладення капіталу та його зростання	Середній	Мала частка державних цінних паперів, велика частка цінних паперів великих та середніх, але надійних емітентів із тривалою ринковою історією	Диверсифікований
Агресивний	Спекулятивна гра, можливість швидкого зростання вкладених коштів	Високий	Висока частка високоприбуткових цінних паперів невеликих емітентів, венчурних компаній тощо	Ризикований, але високоприбутковий
Стратегічний	Управління та контроль	Високий	Акції певних емітентів	Пакет однойменних акцій

Джерело: [39]

Більшість економічних досліджень розглядають фінансовий ринок як закриту систему, яка акумулює капітал за допомогою фінансових посередників та спрямовує його до найефективніших емітентів. Капітал на фінансовому ринку спочатку переміщається від інвесторів до емітентів фінансових інструментів, при цьому парадигма раціональності поведінки інвесторів, коли єдиним мотивом заощадження є необхідність отримання максимального доходу з тимчасово вільних накопичень, вважається застарілою і не дозволяє пояснити поведінку інвесторів на фінансових ринках під впливом інформаційного шуму, масового зняття вкладів у банківській системі у періоди фінансових та політичних криз, формування фінансових бульбашок.

Для виміру прояви економічних мотивів, що є вираженням волі осіб, які приймають фінансові управлінські рішення, соціальні мотиви пропонуємо ранжувати. Внаслідок чого буде дана рангова оцінка мотивів двох груп: узгодженості – R_1 ; змагальності – R_2 . За підсумками визначення значень рангів цих груп з'являється можливість встановлення кожної фірми домінуючих мотивів господарювання. Для визначення ступеня узгодження мотивів осіб, які приймають фінансові рішення, пропонується визначити показник, що характеризує рівень узгодження економічних мотивів як ставлення рангу мотивів узгодженості до рангу мотиву змагальності:

$$I_{a.m} = \frac{R_1}{R_2} \quad (2.4)$$

де I_{am} – рівень узгодження економічних мотивів фірм, які взаємодіють один з одним.

Залежно від значень I_{am} можливі такі варіанти ситуацій: $I_{am} < 1$ – переважають мотиви узгодженості суб'єктів у досліджуваній економічній системі, конфліктні ситуації малоімовірні; $I_{am} > 1$ означає $R_1 = R_2$ – економічні мотиви взаємодіючих фірм врівноважені; $I_{am} = 1$ між взаємодіючими фірмами можливе виникнення конфліктних ситуацій, ринок характеризується високим

рівнем суперництва. Таким чином, дослідження динаміки економічних систем з урахуванням прояву мотивів господарювання дозволяє виявляти конфлікти інтересів певних груп фірм, свідченням таких тенденцій буде зниження значення індексу рівня узгодження економічних мотивів фірм, що взаємодіють. Дисгармонія економічних інтересів фірм виявлятиметься також у зростанні рівня їх фінансових ризиків. Тому за необхідності прогнозування ризику прийняття фінансових рішень взаємопов'язаними фірмами показник рівня узгодження економічних мотивів можна використовувати як оцінний критерій.

2.3 Перспективи подальшого розвитку концепції поведінкових фінансів на фінансових ринках

Розвиток стійких стратегій інвестування, доступних через різноманітні форми довірчого управління, довгострокові страхові продукти, пенсійне заощадження, дозволяє сформувати у приватних інвесторів відповідні очікування щодо результату інвестування. Так, на рис. 2.3 простежується залежність між показниками величини активів інституційних інвесторів і коефіцієнта оборотності акцій, що торгуються на біржі. У країнах з фінансовим ринком, що мають систему недержавного пенсійного забезпечення, інструменти колективного інвестування, що полегшують доступ приватних інвесторів до інвестицій (США, Німеччина, Австрія, Японія), коефіцієнт оборотності акцій, що торгуються, перевищує 39 %.



Рисунок 2.3 – Сукупні активи інституційних інвесторів окремих країн світу відносно ВВП та коефіцієнт оборотності акцій, %

Джерело: [34]

Ліквідні фінансові інструменти дозволяють інвестору управляти ринковим, кредитним та іншими фінансовими ризиками. Функцію фінансового ринку з надання ліквідності виділяли багато дослідників фінансового ринку. Традиційним розумінням ліквідності є уявлення про здатність фінансового інструменту швидко бути обміненим на гроші чи інші фінансові інструменти або служити засобом платежу. Низка дослідників вказують на важливу властивість ліквідності – перетворювати активи на гроші або платіжний засіб без істотної втрати вартості [34].

Джерелом капіталу на фінансовому ринку є тимчасово вільні кошти інвесторів, особливо в сучасному світі, коли в умовах глобалізації та цифровізації фінансових операцій роздрібним інвесторам доступні будь-які ринки та інструменти. Тому важливим фактором функціонування фінансового ринку слід назвати його здатність до формування стимулів приватних інвесторів

до заощадження та накопичення капіталу через інститути, норми та правила. Формування ощадної поведінки індивідуальних інвесторів у країнах з розвиненим фінансовим ринком реалізується через систему державного регулювання, що забезпечує захист інвестицій у цінні папери та фінансові інструменти, забезпечення прав інвесторів, які купують з цінні папери (зокрема, прав, пов'язаних із володінням акціями), накопичення капіталу за допомогою формування системи стимулів до заощаджень

Існує два основні упередження щодо інвестування та способи їх усунення. Перше упередження – відразу до втрат. Відразу до втрат – це людська схильність віддавати перевагу уникненню втрат, а не отриманню прибутків. Це когнітивне упередження впливає з того факту, що психологічний вплив втрати може бути набагато сильнішим, ніж вплив отримання. Цей непереборний страх може призвести до неправильного інвестиційного вибору, наприклад до утримання інвестицій занадто довго або занадто мало часу. Один із способів усунути упередженість щодо уникнення втрат – це попрацювати з фінансовим спеціалістом, який може допомогти клієнту розробити інвестиційний план і отримати ширше уявлення про ринки під час ринкового стресу. Інший підхід полягає в інвестуванні через усереднення вартості в доларах, що передбачає постійне інвестування незалежно від ринкових змін. Усереднення вартості в можна здійснити шляхом відрахувань із зарплати до плану заощаджень на робочому місці. Регулярно інвестуючи встановлену суму, ви купуєте більше інвестицій, коли ціни низькі (наприклад, у випадку падіння ринку, що знижує ціни на акції), і менше, коли ціни високі. Періодично інвестуючи, ви можете менше турбуватися про зміни ринку від одного кварталу до іншого, навіть якщо вони в цей час можуть здатися драматичними. Залишатися повністю інвестованим допомагає гарантувати, що інвестор бере участь у найкращих днях торгівлі на ринку. Цінність збереження інвестицій графічно відображено на рис. 2.4.



Рисунок 2.4 – Зростання гіпотетичної інвестиції у 10 тис доларів США в індексі S&P 500, 1999–2021 рр.

Джерело: [75]

Як вже зазначалося, індекс S&P 500 відстежує ефективність 500 найбільших публічних компаній Сполучених Штатів. Ця діаграма наведена лише для ілюстрації та є гіпотетичним прикладом, який не відображає результативність будь-якого фонду. Тож, минулі результати не гарантують майбутніх результатів.

Друге упередження – прив’язка. Ефект «якоря» – це когнітивне упередження, за якого певна точка відліку або «якір» впливає на рішення людини. В інвестуванні це упередження ґрунтується на звичайній людській схильності занадто сильно покладатися – або закріплюватися – на одній рисі чи частині інформації, найчастіше першій частині інформації, яку інвестор отримує про певну тему під час прийняття рішень. Це упередження може спотворити судження та завадити інвестору оновлювати плани у відповідний час.

У практичному аспекті поведінкові фінанси можна розглядати як основу біржової торгівлі, портфельного інвестування, оцінки бізнесу, формування структури капіталу. На базі ефекту неприйняття втрат, за якого інвестори негативно сприймають ризик отримати збитки від інвестування, будується

більшість поведінкових моделей оптимізації портфелю на ринку цінних паперів. Традиційна портфельна теорія будується на прямій залежності між ризиком та прибутковістю. Враховуючи поведінковий аспект, виявляється наявність асиметрії між розміром прибутку від інвестицій та рівнем ризику. Врахування ефекту неприйняття втрат призводить до більш усвідомленого використання моделей і наближає очікування до реальності.

Практична психологія показує, що суб'єкти фінансових відносин систематично відхиляються від прогнозованого класичної теорією вибору, оскільки вони упереджені у своєму сприйнятті реальних фактів. Портфель, сформований інвестором згідно з теорією перспектив, значно відрізнятиметься від портфеля традиційного (раціонального) інвестора, що визначає набір інструментів відповідно до теорії очікуваної корисності.

У загальних рисах теорія перспектив визначає такі концепції в системі індивідуальних ризиків: інвестори оцінюють активи згідно з вигодами та втратами, а не за кінцевою прибутковістю; суб'єкти менш схильні до втрат, ніж залучені вигодою через ефект неприйняття втрат; суб'єкти фінансових відносин більш схильні до ризику у царині втрат і уникають ризику у царині здобутків; суб'єкти фінансових відносин переоцінюють низькі ймовірності та недооцінюють високі.

На основі теорії перспектив можна створити моделі прийняття рішень, які визначають структуру капіталу. Зокрема, теорія відстеження ринку виявила, що не існує оптимального співвідношення борг–капітал, тому воно є змінюваним. Такий вільний рух співвідношення боргу і капіталу пов'язане з прагненням компаній скористатися оцінкою вартості капіталу, що виникла на ринку. Відстеження динаміки ринку та отримання вигоди з поточної недооціненості чи переоціненості капіталу визначає структуру капіталу, що є доволі сумнівною стратегією.

Теорія інформаційних каскадів свідчить, що структура капіталу може вибиратися не тільки на основі розрахунків оптимальної структури або складатися залежно від доступних різні періоди джерел фінансування, але й

копіюватися в успішних компаній, що економить час. Теорія автономії інвестицій суб'єктів фінансових відносин встановлює зв'язок між їхніми рішеннями та очікуваним сприйняттям цих рішень інвесторами. Суб'єкти фінансових відносин реалізують тільки ті рішення, які, на їхню думку, будуть позитивно сприйняті інвесторами, а отже, позитивно позначаються на ринковій вартості бізнесу. Структура капіталу складається більше під впливом інвесторів, провідниками бажань яких є ці суб'єкти. Остання група теорій розглядає вплив особистих якостей суб'єктів фінансових відносин на формування структури капіталу. Ці теорії показують, що надмірна самовпевненість є суттєвим чинником, який визначає структуру капіталу, що раніше не бралось до уваги жодної традиційної теорією.

Тож, поведінкові фінанси є наукою, яка тільки починає займати своє місце в класичних фінансах, проте вже зараз даний напрямок фінансової думки може відповісти на деякі питання нерациональної поведінки інвесторів і скоригувати їх подальші дії. Коригування традиційних моделей в залежності від ефекти поведінкових фінансів дозволить приймати найкращі інвестиційні рішення та наблизити фінансові прогнози до реальності.

Формами обмеження раціональності, або ефектами поведінкових фінансів, можна назвати такі:

- евристика – вирішення складної задачі зводиться до більш простої. Наприклад, інвестори діють за наперед визначеними правилами, які сформувалися протягом тривалого часу. Разом з цим важливо розуміти, що правила працюють у вихідних змінних, тож, коли ці дані змінюються, має змінюватися і поведінка, а отже, й рішення. Зміна змінних призводить до нерациональних інвестиційних рішень;

- зайва самовпевненість та ілюзія управління ситуацією – перша закономірність пов'язана з тим, що інвестори переоцінюють обсяг своїх знань.; друга тенденція випливає з першої: учасники ринку переконані, що контролюють обстановку, хоча насправді це не так. Іноді це називають ефектом диспозиції, тобто, небажанням інвесторів визнавати свої помилки;

– ефект неприйняття втрат (описаний у теорії перспектив) – суб'єкти не схильні до втрат, тому вони гостріше реагують на можливі втрати, ніж на можливість отримання вигоди. Економічні суб'єкти реагують на однакові з погляду співвідношення вигід і втрат ситуації по-різному залежно від цього, втрачають вони чи здобувають. Це явище Канеманом і Тверськи названо «асиметричною реакцією» на зміну добробуту, що означає наступне: економічні суб'єкти готові ризикувати для уникнення втрат, але не у випадку, який може призвести до отримання вигоди;

– репрезентативність характеризує схильність шукати тенденції у випадкових явищах, не володіючи реальною інформацією, судити про що-небудь або робити прогнози про майбутнє на підставі минулого досвіду подібних ситуацій;

– інформаційні каскади (т. зв. теорія стадного поведінки) – ефект характеризує найпоширеніший стереотип поведінки на фінансовому ринку. У цьому випадку інвестори вважають за краще рухатися в потоці, а не ухвалювати самостійні рішення;

– рамки поведінки – подібні проблеми вирішуються однаково, як і раніше, якщо є можливість вибору інших варіантів під час використання іншого алгоритму рішення. Процес формування рамок – це оцінка ступеня раціональності у прийнятті рішень шляхом дослідження того, чи рівнозначне питання згенерує однакову відповідь, якщо буде задане у двох відмінних за формою, але рівних за змістом формулюваннях. З ним пов'язаний ефект реакції ринків на новини. Подібні новини можуть бути представлені в різних форматах, які впливають на процес сприйняття інформації та оцінюються інвестором як негативніші або більш позитивні;

– фіксація (вироблення умовних рефлексів) – це ухвалення рішення, заснованого на попередньому досвіді. Прикладами фіксації є події у минулому або зрозумілі тенденції. При прийнятті рішення суб'єкти надають важливості первинній інформації, фіксують початкове судження і лише потім вносять до нього коригування;

– помилка щодо обізнаності – суб'єкти віддають перевагу вже знайомому явищу, події, об'єкту. З погляду ризику це забобон, який змінює сприйняття людини. Оцінюючи небезпечні дії, суб'єкти більш терпимі до ризику, якщо раніше були знайомі з певним обставиною або діяльністю. До ризиків, що раніше зустрічалися, суб'єкти толерантніші, ніж до нових. З цим пов'язаний ефект «домашніх» преференцій, коли інвестори надають перевагу вітчизняним ринкам перед закордонними не на раціональній основі, а з міркувань безпеки, часто на шкоду прибутковості;

– значення компетентності – зміни у рівні знань впливають на сприйняття ризику: що більше суб'єкт сприймає якусь діяльність як важку для розуміння, то більше занепокоєння він відчуває;

– непостійність наявної інформації – учасники фінансового ринку завжди хочуть мати повну інформацію. Більше того, кваліфікації інвестора може бути недостатньо для інтерпретації існуючої. Цей феномен також вивчали Канеман і Тверські [72];

– когнітивний дисонанс – аналітики регулярно прогнозують сценарії розвитку компанії, динаміки курсів тощо. Однак реальність часто не відповідає очікуванням, тому схильність до поточних прогнозів веде до недооцінки важливої інформації. З цим пов'язаний різний похід до інтерпретації інформації, а також різні висновки з тих самих вихідних даних.

Ці та інші ефекти зустрічаються як на розвинених ринках, так і на ринках, що розвиваються.

Дослідження поведінки інвесторів залежно від прогнозованої та ретроспективної динаміки зростання продажів компанії призвели до створення поведінкової моделі оцінки активів (Behavioral Asset Pricing Model – BAPM). Суть моделі полягає у запровадженні психологічного поняття афекту, тобто деякого ставлення до «поганого» і «хорошого», що у підсвідомості інвестора є швидким і спонтанним. Афект є вимірювачем настроїв інвесторів, від якого залежить динаміка реальної вартості активів. Не всі дослідники погоджуються із залежністю доходності від параметра афекту, проте описані емпіричні

закономірності призвели до перегляду структури ставки дисконтування. Крім об'єктивного ризику, який є вимірюваним, до неї включають суб'єктивну складову.

Поведінка суб'єктів господарювання залежить не тільки від їх цілепокладання, ресурсних можливостей, але від взаємодії з іншими суб'єктами. Тому при формуванні та реалізації фінансової стратегії будь-якої фірми необхідно враховувати поведінку суб'єктів, що взаємодіють з нею.

Відсутність урахування характеру реакції учасників певної економічної системи на поведінку інших суб'єктів так само як і незбалансоване регулювання поведінки учасників економічної системи може призвести до негативних наслідків у їх функціонуванні. Формування фінансової стратегії, заснованої на концепції поведінкових фінансів, дозволить уникнути помилок у господарській діяльності, пов'язаних з відсутністю розгляду моделей поведінки взаємодіючих фірм. В даний час методологічні основи поведінкових фінансів представлені в основному описовими схемами, тому формування чіткого методичного інструментарію, що дозволяє виявити та систематизувати реакцію учасників економічних систем на поведінку взаємодіючих сторін, представляє актуальне наукове та практичне завдання.

Дослідження поведінкової економіки підтверджують той факт, що діяльність інвесторів на фінансовому ринку багато в чому визначається індивідуальними факторами, що характеризують особистість, психологічними особливостями, обмеженою здатністю людини до сприйняття та аналізу інформації, її суб'єктивністю у прийнятті рішень. Через психологічні особливості люди роблять помилки, пов'язані з індивідуальними мотивами, логікою прийняття рішень.

Вибір моделі поведінки інвестора в сучасних умовах трансформованої економіки є складним процесом, який повинен враховувати все різноманіття факторів внутрішнього і зовнішнього середовища, під впливом яких потрібно прийняття найчастіше миттєвого інвестиційного рішення. Поведінкові моделі окремо взятого інвестора можуть постійно коригуватися внаслідок високої

волатильності на фінансовому ринку. Основні принципи портфельної теорії реалізовані при виборі інвестором моделі поведінки на сучасному фінансовому ринку тільки за умови постійного моніторингу, оцінки аномальних ситуацій, що виникають, з метою подальшого їх обліку в процесі моделювання. Напрями подальших досліджень повинні також включати вивчення кореляцій аномалій, які здатні посилити, так і зменшити невизначеність фінансового ринку.

Отже, поведінкові фінанси формують у суб'єктів економічних відносин комплекс мотиваційних механізмів регулювання процесу прийняття фінансових рішень домогосподарствами з урахуванням цілої низки факторів, у тому числі поведінкових – очікувань, довіри та інших. Існуючі дослідження підтверджують можливість практичного застосування поведінкової теорії у галузі глобальних фінансів з метою підвищення ефективності бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики, а також подолання економічної неоптимальності споживчої поведінки суб'єктів економічних відносин.

Висновки до розділу 2

Діяльність інвесторів на фінансовому ринку багато в чому визначається індивідуальними факторами, що характеризують особистість, психологічними особливостями, обмеженою здатністю людини до сприйняття та аналізу інформації, її суб'єктивністю у прийнятті рішень. Через психологічні особливості люди роблять помилки, пов'язані з індивідуальними мотивами, логікою прийняття рішень. Дослідження показало, що суб'єкти фінансових відносин систематично відхиляються від прогнозованого класичної теорією вибору, оскільки вони упереджені у своєму сприйнятті реальних фактів. Портфель, сформований інвестором згідно з теорією перспектив, значно відрізнятиметься від портфеля традиційного (раціонального) інвестора, що визначає набір інструментів відповідно до теорії очікуваної корисності. Існує два основні упередження щодо інвестування та способи їх усунення. Перше

упередження – відразу до втрат. Відразу до втрат – це людська схильність віддавати перевагу уникненню втрат, а не отриманню прибутків. Це когнітивне упередження впливає з того факту, що психологічний вплив втрати може бути набагато сильнішим, ніж вплив отримання. Цей непереборний страх може призвести до неправильного інвестиційного вибору, наприклад до утримання інвестицій занадто довго або занадто мало часу. Один із способів усунути упередженість щодо уникнення втрат – це попрацювати з фінансовим спеціалістом, який може допомогти клієнту розробити інвестиційний план і отримати ширше уявлення про ринки під час ринкового стресу. Беручи до уваги інтерес фахівців до процесів та явищ, що визначають динаміку формування цін фінансових активів, можна з великою часткою впевненості припустити, що поведінкові теорії та моделі найбільш потрібні при прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку.

ВИСНОВКИ

Економічна наука сьогодні прагне створення концепцій максимальної описової здібності якомога більшої кількості явищ життя. У цьому вся проявляється неминучість адаптації теоретичного ядра неокласичної парадигми до необмеженої безлічі ситуацій, притаманних сучасного етапу розвитку економічних процесів. Ілюстрацією цього процесу може бути широта діапазону тем наукових досліджень в галузі міжнародних фінансів, що ви значило постановку мети та завдань кваліфікаційного дослідження, а також дозволило дійти певних висновків із дослідження.

1. Поведінкові фінанси – це галузь наукових досліджень, яка пояснює процес прийняття фінансових рішень у реальних умовах, а також те, чому ці рішення не завжди є раціональними і, як наслідок, призводять до непередбачуваних результатів. Вивчення поведінки суб'єктів фінансових ринків демонструє, що ухвалення рішень не завжди спирається на результати раціонального аналізу всієї наявної інформації, тож ціна акцій будь-якої компанії або ціни на товар чи послугу можуть відхилятися від справедливого рівня; крім того, на фондових ринках протягом деякого часу може спостерігатись тенденція до завищення чи заниження вартості цінних паперів. При визначенні поняття «публічні фінанси» враховують, насамперед, такі його найвагоміші критерії як: рівні владних повноважень (державний, місцевий), складові елементи (державний бюджет (державні фінанси), місцеві бюджети (місцеві фінанси), бюджети фондів загальнообов'язкового державного соціального страхування), а також публічність (публічні фонди, публічний інтерес, публічні союзи), тобто прозорість і відкритість функціонування. Отже, публічні фінанси – це сукупність економічних відносин щодо формування доходів і здійснення витрат, спрямованих на виконання функцій органів загального державного управління на міжнародному, регіональному та місцевому рівнях

2. Важливою складовою концепції публічних фінансів є компоненти фінансового знання, які пов'язані із бюджетним процесом, податковою системою та іншими процедурами прийняття фінансових рішень, у яких тісно поєднані, окрім фінансів, елементи філософії, права, моралі, етики, політики тощо. Існує два підходи до вивчення поведінкових фінансів. Перший розглядає ключовим пунктом результати психології, що характеризують поведінку людини у конкретних економічних обставинах. Ці результати використовуються для побудови нових економічних моделей та коригування наявних. У межах іншого підходу економісти аналізують емпіричні відхилення традиційних моделей. Після цього вивчаються психологічні аспекти поведінки людини, щоб знайти пояснення виявленим відхиленням.

3. У практичному аспекті поведінкові фінанси можна розглядати як основу біржової торгівлі, портфельного інвестування, оцінки бізнесу, формування структури капіталу. На базі ефекту неприйняття втрат, за якого інвестори негативно сприймають ризик отримати збитки від інвестування, будується більшість поведінкових моделей оптимізації портфелю на ринку цінних паперів. Традиційна портфельна теорія будується на прямій залежності між ризиком та прибутковістю. Враховуючи поведінковий аспект, виявляється наявність асиметрії між розміром прибутку від інвестицій та рівнем ризику. Врахування ефекту неприйняття втрат призводить до більш усвідомленого використання моделей і наближає очікування до реальності

4. Дослідження поведінкової економіки підтверджують той факт, що діяльність інвесторів на фінансовому ринку багато в чому визначається індивідуальними факторами, що характеризують особистість, психологічними особливостями, обмеженою здатністю людини до сприйняття та аналізу інформації, її суб'єктивністю у прийнятті рішень. Через психологічні особливості люди роблять помилки, пов'язані з індивідуальними мотивами, логікою прийняття рішень.

5. Дослідження показало, що суб'єкти фінансових відносин систематично відхиляються від прогнозованого класичної теорією вибору, оскільки вони

упереджені у своєму сприйнятті реальних фактів. Портфель, сформований інвестором згідно з теорією перспектив, значно відрізнятиметься від портфеля традиційного (раціонального) інвестора, що визначає набір інструментів відповідно до теорії очікуваної корисності. Існує два основні упередження щодо інвестування та способи їх усунення. Перше упередження – відразу до втрат. Відразу до втрат – це людська схильність віддавати перевагу уникненню втрат, а не отриманню прибутків. Це когнітивне упередження впливає з того факту, що психологічний вплив втрати може бути набагато сильнішим, ніж вплив отримання. Цей непереборний страх може призвести до неправильного інвестиційного вибору, наприклад до утримання інвестицій занадто довго або занадто мало часу. Один із способів усунути упередженість щодо уникнення втрат – це попрацювати з фінансовим спеціалістом, який може допомогти клієнту розробити інвестиційний план і отримати ширше уявлення про ринки під час ринкового стресу. Беручи до уваги інтерес фахівців до процесів та явищ, що визначають динаміку формування цін фінансових активів, можна з великою часткою впевненості припустити, що поведінкові теорії та моделі найбільш потрібні при прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку.

Існування конкретного напрямку економічної науки неможливе без чіткого розуміння суб'єктної основи, яка ґрунтується на виникненні економічних відносин, які є предметом вивчення економіки. Ключовою проблемою, що стоїть в основі будь-якої економічної дослідницької програми, є уявлення про передумови прийняття рішень суб'єктом економічних відносин.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Благун І. І. Особливості формування раціональної поведінки учасників фінансового ринку. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2017. № 5 (33). С.52–56.
2. Богоявленський О.В. Розвиток фінансового посередництва як фактор оптимізації інвестиційної поведінки населення. *Зовнішня торгівля: право, економіка фінанси*. 2013. № 2. С.110–114.
3. Бортіс Г. Інституції, поведінка та економічна теорія: внесок до класико-кейсіанської політичної економії / перекл. з англ. Київ : ВД «Києво-Могилянська академія». 2007. 560 с.
4. Брус С. І., Бублик Є. О., Корнеєв В. В. Поведінкові фінанси і трансформація ринку фінансових послуг. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2012. № 9. С.30–36.
5. Ватаманюк О.З. Раціональність поведінки людини в економічній науці: класичний та неокласичний підходи. *Економічна теорія та право*. 2018. № 2 (33). С. 11–25.
6. Грешко Р. І., Харабара В. М., Третякова О. В. Поведінкові фінанси: сутність та основні теоретичні блоки. *Ефективна економіка*. 2021. Вип. 4. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2021/107.pdf (дата звернення: 11.05.2024).
7. Євдокімова О. О., Топоркова І. В. Психологічні складові фінансової діяльності. *Проблеми екстремальної та кризової психології*. 2013. №14. С. 89–97.
8. Ілляшенко П. Поведінкові фінанси: історичний огляд і основні засади. *Вісник Національного банку України*. Червень. 2017. С. 30–49.
9. Карлін М. І. Суспільні фінанси в умовах демократії: навч. посіб. Луцьк : Вежа-Друк, 2021. 228 с.

- 10.Карпишин Н. Інвестиційна поведінка домогосподарств: світові моделі і національні особливості. *Світ фінансів*. 2015. Вип. 4. С. 138–150.
- 11.Кізима Т. О. Поведінкові фінанси у концепціях класичної та інституціональної теорій. *Світ фінансів*. 2013. Вип. 3. С. 7–18.
- 12.Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлояційній економіці.URL: <http://iee.org.ua/ua/publication/211> (дата звернення: 11.05.2024).
- 13.Кредісов В. Роль біхеворіальних чинників у побудові ринкової інституційної системи. *Економіка України*. 2003. №12. С. 46–50.
- 14.Кривий В.І. Передумови виникнення поведінкової економіки. Науковий вісник Херсонського державного університету. *Економічні науки*. Херсон, 2016. Вип. 18. С. 12–16.
- 15.Крикун В. А. Теорія поведінкової економіки в дослідженні українського ринку за роки незалежності. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. 2017. С. 18–22.
- 16.Крупка І. М. Поведінкові аспекти функціонування фінансового ринку. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2017. Вип. 37. Ч.1. С. 285–298.
- 17.Кузьмук С. Г. Досвід практичного застосування біхевіористичної концепції у фінансах та особливості його використання в Україні. Сучасні тенденції інституціональних трансформацій фінансової системи України: кол. монографія / за заг. ред. П.О. Нікіфорова. Чернівці : Технодрук, 2018. С. 168–179.
- 18.Кузьмук С. Г. Прийняття фінансових рішень в умовах невизначеності: поведінковий аспект. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2017. № 26. С. 88–91.
- 19.Ліпич М. А. Поведінкові фінанси: концептуалізація поняття. *Вісник ОНУ імені І. І. Мечнікова*. 2014. Т. 19. Вип. 3(4). С.54–58.
- 20.Ліпський В. В. Концептуальні основи та механізми фінансування інвестиційних проектів. *Причорноморські економічні студії*. 2019. Вип. 38–1. С. 158–163.

- 21.Луніна І. О., Бондарук Т. Г. Публічні фінанси та міжбюджетні відносини: навч. посіб. Київ : ДП «Інформ.-аналіт. агентство», 2019. 304 с.
- 22.Нікіфоров П. О., Марич М. Г. Поведінкові фінанси: навч. посіб. Чернівці : Чернівець. нац. ун-т. ім. Ю. Федьковича. 2022. 144 с.
- 23.Пожидаєв М. М., Лазаренко В. Є. Поведінкові фінанси: теоретичний вимір та наукові парадигми. *Сучасні перетворення міжнародного бізнесу: матеріали VII Всеукраїнської науково-практичної конференції* (23 квітня 2024 р., м. Харків) / за заг. ред. С. І. Архієреєва, І. О. Дерід. Харків : ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2024. С. 210–215.
- 24.Приймак С. В. Фінансовий аналіз. Практикум: навч. посіб. Львів : Львівський національний університет імені Івана Франка, 2021. 264 с.
- 25.Реалізація концепції поведінкових фінансів у дослідженнях трансформацій сфери публічних фінансів. Науковий вісник Чернівецького університету: *Економіка*. 2021. Вип. 830. С. 37–44.
- 26.Реkun І. І. Теоретичне обґрунтування поведінки суб'єктів економічної безпеки. *Економіка та держава*. 2015. № 6. С. 56–64.
- 27.Талер Р. Поведінкова економіка. Чому люди діють ірраціонально і як отримати з цього вигоду / пер. з англ. Київ : Наш формат, 2022. 464 с.
- 28.Талер Р. Поведінкова економіка. Як емоції впливають на економічні рішення. / пер. з англ. Київ : Наш формат, 2018. 280 с.
- 29.Талер Р., Санстейн К. Поштовх. Як допомогти людям зробити правильний вибір: пер. з англ. О. Захарченко. К.: Наш формат, 2017. 312 с.
- 30.Терещенко О. О. Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів. *Фінанси України*. 2011. № 10. С. 104–116.
- 31.Формування фінансової поведінки домогосподарств в Україні: монографія / В. М. Мельник, І. Д. Якушик, І. А. Ломачинська, О. О. Драган. Херсон : Видавничий дім «Гельветика», 2014. 212 с.

32. Чернобай Л. І., Широн Ю. О. Поведінкова економіка : сутність та підходи до визначення. *Психологічні виміри культури, економіки, управління : науковий журнал*. 2016. Вип. 8. С. 71–78.
33. Школьник І. О., Боярко І. М., Дейнека О. В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2016. 368 с.
34. Akbas, F., Armstrong, W. J., Sorescu, S., Subrahmanyam, A. Smart Money, Dumb Money, and Capital Market Anomalies. 2015. *Journal of Financial Economics*. № 18. Vol. 2. P. 355–385.
35. Baldridge, R., Curry, B. The Capital Asset Pricing Model (CAPM). URL: <https://www.forbes.com/advisor/investing/capm-capital-asset-pricing-model> (Last accessed: 23.03.2024).
36. Barberis, N., Huang, M., Santos T. Prospect theory and Asset Prices. *Quarterly Journal of Economics*. 2001. Vol. 116. P. 1–53.
37. Barberis, N., Thaler, R. A Survey of Behavioral Finance. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9222/w9222.pdf (Last accessed: 23.03.2024).
38. Behavioral Finance – Biases, Emotions and Financial Behavior. URL: <https://www.investopedia.com/terms/b/behavioralfinance.asp> (Last accessed: 23.03.2024).
39. Bernstein, P. L. Capital Ideas Evolving. Hoboken : Wiley, 2007. 312 p.
40. Black, F., Scholes, M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81, № 3. P. 637–654.
41. Burton, E., Shah, S. Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates. Hoboken : Wiley, 2013. 265 p.
42. Camerer, C. Three Cheers – Psychological, Theoretical, Empirical – for Loss Aversion. *Journal of Marketing Research*. 2005. Vol. 42. № 2. P. 129–133.
43. Carter, C. R., Kaufmann, L., Michel, A. Behavioral Supply Management: a Taxonomy of Judgment and Decision-making biases. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*. 2007. Vol. 37. № 8. P. 631–669.

44. De Bondt, W., R. Thaler. Does The Stock Market Overreact? *Journal of Finance*. 1985. № 40. P. 793–808.
45. Fama, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. URL:
[http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20 Work.pdf](http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf) (Last accessed: 23.03.2024).
46. Foreign Direct Investment Increased by 3% in 2023. Seaports as Beneficiaries. URL: <https://www.bssc.pl/2024/01/26/foreign-direct-investment-increased-by-3-in-2023-seaports-as-beneficiaries> (Last accessed: 25.03.2024).
47. Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts. URL: <https://mneguidelines.oecd.org/statistics.htm> (Last accessed: 23.03.2024).
48. Gao, L. The Foundations of Behavioral Finance – Learning and Elaborations of the Basic Theories. URL:
<https://www.scirp.org/journal/paperinformation?paperid=127191>
49. Global Foreign Direct Investment Grew 3% in 2023 as Recession Fears Eased. URL: <https://unctad.org/news/global-foreign-direct-investment-grew-3-2023-recession-fears-eased> (Last accessed: 25.03.2024).
50. Governance in Transition: Public Management Reforms in OECD Countries. Paris : OECD, 1995.
51. Imamoglu, O., Cevik O. A Conceptual View of Behavioral Finance. *International European Journal of Managerial Research Dergisi*. Cilt 4. Say 7. P. 246–263.
52. Jevons, W. S., The Theory of Political Economy. URL:
<http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/jevons/TheoryPoliticalEconomy.pdf> (Last accessed: 23.03.2024).
53. Kahneman, D., Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*. 1979. № 47. P. 263–291.
54. Krugman, P. Konzepte der wirtschaftlichen Integration in Europa. Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit. Eine Entwicklungsstrategie für das

- Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaft. Wiesbaden, 1988. P. 18–36.
- 55.Kubinska, E., Adamczyk-Kowalczyk, M. Macko, A. Behavioral Finance in the Digital Era Saving and Investment Decisions. (Last accessed: 25.03.2024). URL:
https://www.researchgate.net/publication/376204417_Behavioral_Finance_in_the_Digital_Era_Saving_and_Investment_Decisions
- 56.Lang, J. Entwurf eines Steuergesetzbuchs. Bonn : Bundesministerium der Finanzen, 1993. S.207 p.
- 57.Lin, M. Why Investors Are Irrational, According to Behavioral Finance. URL:
<https://www.toptal.com/finance/financial-analysts/investor-psychology-behavioral-biases> (Last accessed: 23.03.2024).
- 58.Lindstrom, E. Regulating public spending – some Swedish experiences. Paris : Cour des Comptes, 2007. 10 p.
- 59.Marx, K., Das Kapital. URL: http://www.mlwerke.de/me/me23/me23_000.htm (Last accessed: 23.03.2024).
- 60.Menger, C., Grundsätze Der Volkswirtschaftslehre. URL:
http://docs.mises.de/Menger/Menger_Grundsaeetze.pdf (Last accessed: 23.03.2024).
- 61.Mill, J. S. On the definition of political economy and on the method of philosophical investigation in that science. URL:
<http://oll.libertyfund.org/titles/mill-the-collected-works-of-john-stuart-mill-volume-iv-essays-on-economics-and-society-part-i> (Last accessed: 23.03.2024).
- 62.Musgrave, R.A. Fiscal System. New Haven : Yale University Press, 1969. 216 p.
- 63.Musgrave, R.A., Musgrave P. B., Kullmer, L. Die Öffentliche Finanzen in Theorie und Praxis. Tübingen : Mohr, 1994. 287 p.
- 64.Okada, K., Azuma, T. Can Investors in the Stock Market Generate Profit from the Analysts? An Empirical Analysis of Analysts' Signals Disseminated from

- the Bloomberg Terminal. URL:
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2275901_code1831853.pdf?abstractid=2275901&mirid=1 (Last accessed: 23.03.2024).
65. Ricardo, D. On the Principles of Political Economy and Taxation. URL:
<http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/ricardo/Principles.pdf> (Last accessed: 23.03.2024).
66. Shefrin, H. A Behavioral Approach to Asset Pricing. Cambridge : Academic Press, 2010. 496 p.
67. Simon, H. A., Rationality as Process and as Product of Thought. URL:
[http://wolfweb.unr.edu/homepage/pingle/Teaching/BADM%20791/Week%204 %20Bounded%20Rationality%20and%20Heuristics/Simon-Rationality%20Product%20and%20Process.pdf](http://wolfweb.unr.edu/homepage/pingle/Teaching/BADM%20791/Week%204%20Bounded%20Rationality%20and%20Heuristics/Simon-Rationality%20Product%20and%20Process.pdf) (Last accessed: 23.03.2024). .
68. Smith, A., An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. URL: [http://www. ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf](http://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf) (Last accessed: 23.03.2024). .
69. Steuart, J., An Inquiry into the Principles of Political Economy. URL:
<http://livros01.livrosgratis.com.br/mc000259.pdf> (дата обращения 24.08.2016).
70. Steverman, B. Manipulate Me: The Booming Business in Behavioral Finance. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-07/manipulate-me-the-booming-business-in-behavioral-finance> (Last accessed: 23.03.2024).
71. Stiglitz, J.E., Schonfelder, B. Finanzwissenschaft. Wien: Oldenbourg, 1989. 403 p.
72. Tversky, A., Kahneman, D. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. Science. 1981. №211. 453–458.
73. Vipond, T. What is Behavioral Finance? URL:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/behavioral-finance/> (Last accessed: 15.03.2024).

74. What is Behavioral Finance and how does it differ from traditional finance?

URL: <http://investmentconsults.com/behavioral-finance-services/> (Last accessed: 23.03.2024).

75. What is behavioral finance? URL:

<https://www.jhinvestments.com/viewpoints/investing-basics/what-is-behavioral-finance> (Last accessed: 17.03.2024).

ДОДАТКИ

«ПОВЕДІНКОВА СКЛАДОВА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСІВ: КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ»

ДОДАТОК А

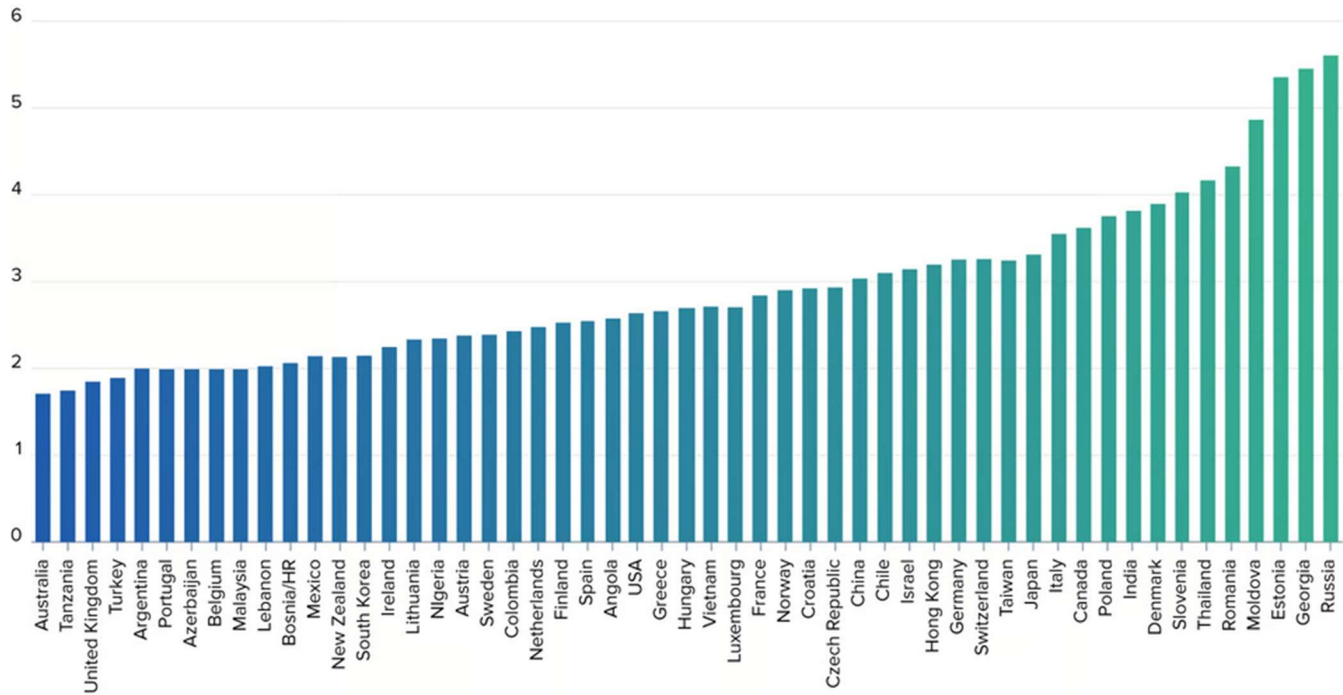


Рисунок А.1 – Діаграма рівня неприйняття втрат інвесторів за країнами

Джерело: [57]

ДОДАТОК Б

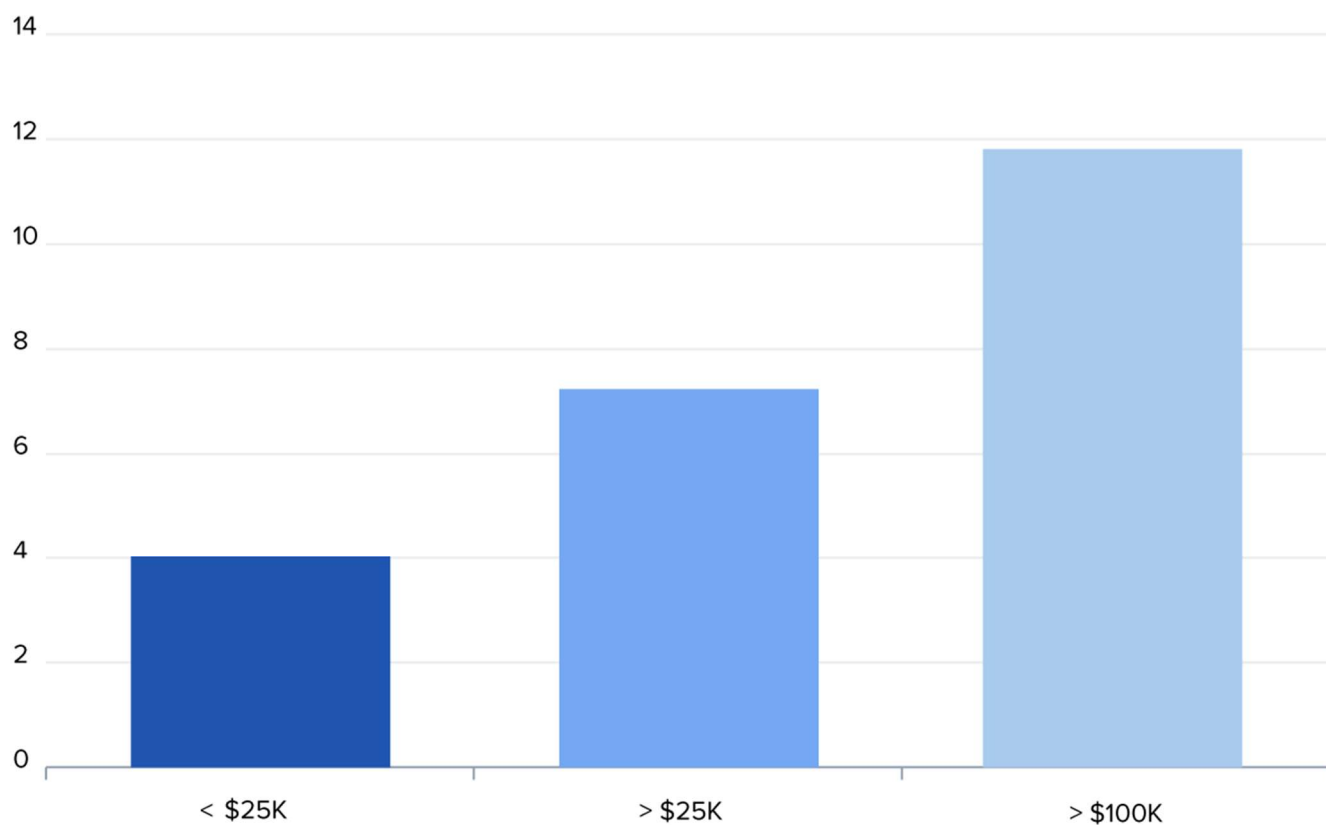


Рисунок Б.1 – Середня кількість акцій, якими володіють окремі інвестори

Джерело: [57]

ДОДАТОК В

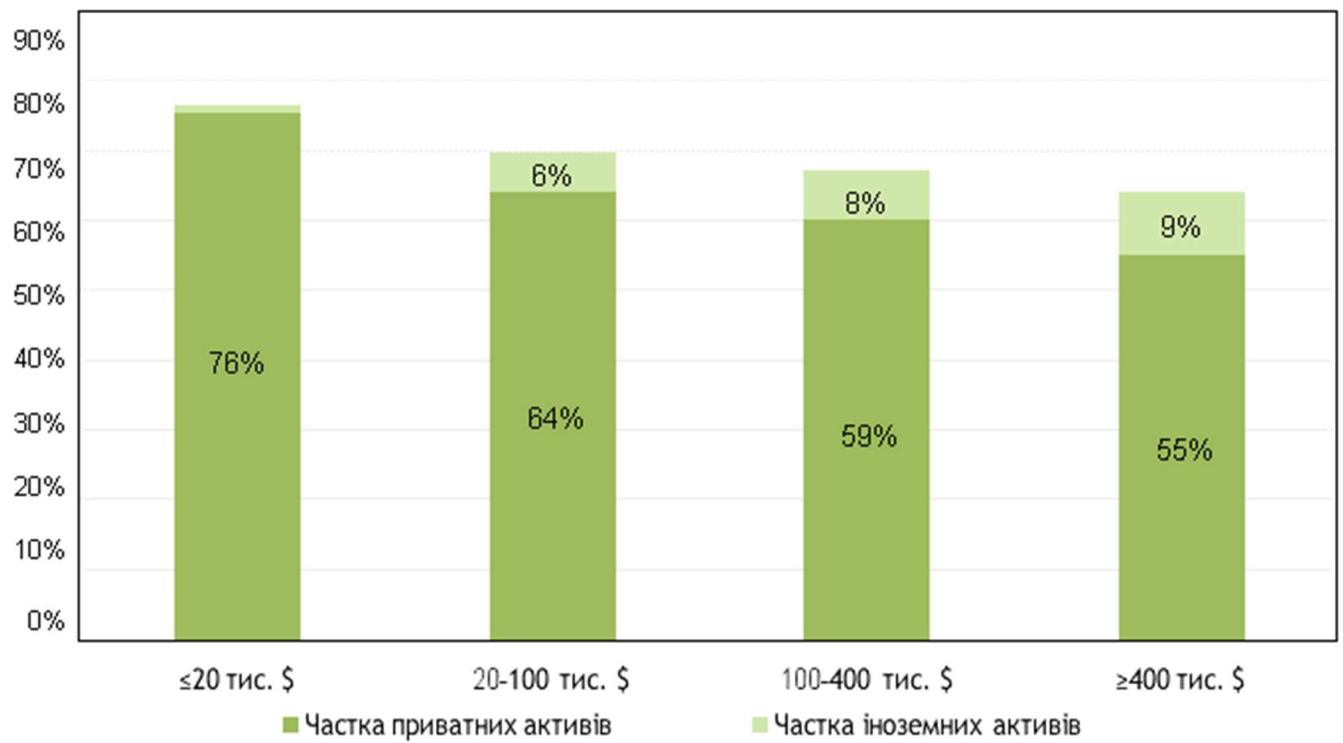


Рисунок В.1 – Співвідношення активів приватних місцевих інвесторів до активів іноземних інвесторів у США, тис дол. та %

Джерело: [34]