

УДК 336

ОСОБЛИВОСТІ ПОВЕДІНКИ ІНВЕСТОРА НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

В. Вовк

*Львівський національний університет імені Івана Франка
79008 м.Львів, проспект Свободи, 18*

У статті розглянуто існуючі теорії раціональної та ірраціональної поведінки інвесторів на фондовому ринку, охарактеризовано їх переваги та недоліки. Раціональні фінанси мають великий потенціал для моделювання фондового ринку, поведінкові фінанси враховують фактори, незрозумілі в традиційних моделях і використовують широкий спектр методів соціальних наук.

***Ключові слова:** фондовий ринок, нераціональна поведінка інвестора, поведінкові фінанси.*

Невід'ємним атрибутом сучасної ринкової економіки вважається фінансовий ринок. Оскільки фінансовий ринок існує не сам по собі, і основною причиною його виникнення є наявність інвесторів, усі існуючі моделі фінансового ринку будуються навколо інвестора.

Згідно з найбільш широким підходом, інвестор є суб'єктом фондового ринку, що пред'являє попит на фінансові продукти. У цьому значенні інвесторами є фізичні та юридичні особи, які здійснюють вкладення на фінансовому ринку. Відповідно до іншого підходу, всі учасники фондового ринку діляться на дві категорії - інвестори і спекулянти. Інвестиційна діяльність означає, що інвестор на підставі серйозного аналізу очікує відшкодування вкладеного капіталу та отримання відповідного доходу. Операції, які не відповідають цим вимогам, відносять до спекулятивних [3].

Зупинимося на розгляді інвесторів - фізичних осіб, виключивши з предметної області інституційних інвесторів. Індивідуальні інвестори можуть скоротити горизонт інвестування, відмовитися від отримання доходу, вилучаючи інвестовані кошти з ринку під впливом деяких внутрішніх і зовнішніх факторів. Економічна криза застала багатьох інвесторів переосмислити свої концепції прийняття фінансових рішень та почати враховувати закономірності людської поведінки, ірраціональну природу людини та її вплив на процес прийняття рішень.

У теорії управління вирізняють три основні моделі прийняття рішень: класичну модель, поведінкову та ірраціональну моделі.

При класичній моделі передбачається, що особа, яка приймає рішення, повинна бути абсолютно об'єктивною і логічною, мати чітку мету, усі її дії в процесі прийняття рішень спрямовані на вибір найкращої альтернативи, тобто особа спирається на поняття "раціональності" в прийнятті рішень.

Класична модель передбачає, що умови прийняття рішення повинні бути достатньо визначеними. Маючи повну інформацію, менеджери можуть вибирати альтернативу, яка щонайкраще відповідає потребам організації.

Суть поведінкової моделі полягає в тому, що особа, яка приймає рішення не має повної, достовірної інформації про певну ситуацію, не має повної інформації щодо всіх можливих альтернатив, не здатна передбачити наслідки реалізації кожної можливої альтернативи і рішення приймає на основі поведінки об'єкта.

Ірраціональна модель ґрунтується на прийнятті рішення без дослідження альтернатив. Вона призначена для вирішення принципово важливих рішень, вирішення проблем в умовах дефіциту, та в інших подібних ситуаціях.

В основі більшості класичних фінансових теорій і моделей лежить припущення про раціональну поведінку інвестора на ринку, але діючи в умовах невизначеності і ризику, люди піддаються впливу цілого ряду ілюзій, емоцій та помилково сприймають інформацію. Саме для виявлення даних факторів і вивчення їх впливу на процес прийняття інвестиційно-фінансових рішень варто застосовувати «поведінкові фінанси».

Поведінкові фінанси піддають сумніву припущення про раціональну поведінку учасників ринку, намагаються виявити у поведінці людей систематичні відхилення від моделі раціонального прийняття рішень і створити нові фінансові теорії, які б враховували ці відхилення.

В основі традиційних фінансів лежить припущення про те, що учасники фінансових відносин, фінансові інститути і навіть самі ринки є раціональними. І що в середньому люди приймають неупереджені рішення і максимізують власну вигоду.

Розвиток фондових ринків і поява багатьох ринкових інструментів, привабливих як об'єкт інвестування, зумовили розробку цілого ряду фінансових теорій і моделей, які мають озброїти потенційного інвестора необхідним інструментом для розробки ефективних інвестиційних стратегій.

Найбільшого поширення набули:

- гіпотеза ефективного ринку Ю. Фамі (ЕМН) і теорія випадкових блукань (Random walk);
- портфельна теорія Г. Марковіца (MPT) та оптимізаційні моделі фондового ринку;
- теорія сподіваної корисності (EUT).

Основний висновок гіпотези ефективного ринку: складно знайти стратегію, яка приносить прибуток з мінімальним ризиком.

Незважаючи на очевидну привабливість теорії Марковіца, її істотним недоліком є велика кількість обмежень. Також вона не враховує податкові та інші витрати, бар'єри ринку, неподільність активів та ірраціональну поведінку інвесторів і зміну їх уподобань, тобто можливі відхилення інвестора від кривої байдужості аж до радикальної зміни кривої.

Теорія сподіваної корисності пояснює механізм прийняття рішення в умовах невизначеності і ризику і будується на припущенні, що інвестори при прийнятті рішень діють раціонально і уникають ризику.

Усі перераховані теорії, як і переважна більшість класичних фінансових теорій, спираються на припущення про раціональну поведінку інвестора на ринку:

- використання учасниками ринку однакової і доступної всім релевантної інформації;
- використання однакових методів обробки інформації та отримання однакових кількісних оцінок щодо одного і того ж ринкового активу;
- наявність у інвесторів одних і тих же цілей (максимально можливий дохід при заданому рівні ризику) і однакового горизонту планування;

- в умовах невизначеності дії інвесторів відповідають принципу максимізації сподіваної корисності.

Історичний аналіз показує, що в руслі фінансової науки можна виділити дві самостійних течії, які можна умовно назвати «раціональними фінансами» і «ірраціональними фінансами». Перша виходить з припущення раціональної поведінки інвестора, а друга - з того, що, як і кожній людині, інвестору властива ірраціональна поведінка [5].

На даний час розроблено кілька теорій і моделей, що дозволяють пояснити численні факти розбіжності класичної фінансової теорії і практики інвестування, а також виявити закономірності поведінки окремих людей в умовах невизначеності і ризику функціонування фондових ринків і ринків капіталу.

Найбільш важливими є такі теорії [2]:

- теорія перспектив;
- теорія шумової торгівлі;
- теорія впливу психологічних якостей трейдера на ефективність здійснюваних ним операцій;
- теорія поведінки інвесторів на фондовому ринку.

Теорія перспектив описує поведінку індивіда в умовах невизначеності. Результати досліджень Д. Канемана і А. Тверські доводять, що відчуття індивіда від втрат і придбання грошових сум, однакових за абсолютною величиною, несиметричні.

Теорія перспектив також твердить, що люди невірно оцінюють ймовірність: вони недооцінюють ймовірність подій, які, швидше за все, відбудуться, переоцінюють менш ймовірні події і вважають неможливими події, ймовірність яких хоч і мала, але все ж існує. Люди також розглядають прийняті ними рішення відокремлено, не враховуючи впливу зроблених ними дій на інші операції, проекти, угоди.

Основні положення теорії шумової торгівлі були сформульовані Ф. Блеком. Згідно цієї теорії торгівля на фондовому ринку, заснована на «шумі», протиставляється торгівлі, заснованій на своєчасній та достовірній інформації. Якщо учасники ринку у своїх діях виходять з неперевіраних даних і чуток, користуються порадами «експертів», які насправді такими не є, значить вони - «шумові трейдери». Вони здійснюють торговельні угоди, приймаючи «шум» за інформацію, не маючи справжньої інформації або просто тому, що, за висловом Ф. Блека, «їм подобається торгувати». Їх поведінка є нерациональною. Саме наявність на ринку елемента «шумової торгівлі» обумовлює можливість існування ринку і здійснення торговельних угод. Якби ринкові ціни були результатом адекватної інформації, на ринку неможливо було б отримати додатковий прибуток.

Теорія впливу психологічних якостей трейдера на ефективність здійснюваних ним операцій свідчить про кореляційний зв'язок між позитивними психологічними якостями трейдера і успішністю його професійної діяльності. Потенційний інвестор буде успішним, якщо йому притаманні такі риси характеру: відсутність бажання підпорядкувати собі ринок і контролювати його; відчувати індивідуальний «бар'єр ризику» і граничні значення капіталу, якими можна ризикувати без фатальних наслідків; приймати обдумані і адекватні рішення, навіть якщо ситуація розвивається не так, як інвестор припускав спочатку; враховувати селективність сприйняття і пам'яті; розпізнавати у себе стан стресу і виробляти захисні механізми проти необдуманих дій в такому стані; наявність у інвестора адекватної самооцінки; здатність враховувати вплив негативних чинників; уникати психологічної

прихильності до конкретних фінансових інструментів; здатність відмовитися від швидкого прибутку заради довгострокової перспективи; наявність витримки і терпіння; вміння планувати кілька варіантів розвитку подій на фондовому ринку; вміння сфокусуватися на цілі і постійно діяти на основі прийнятого рішення; мати навички роботи з великими масивами інформації з метою уникнення психологічних переважань; відсутність психологічної залежності від трейдингу.

Тепер розглянемо теорію поведінки інвесторів на фондовому ринку. Основоположною при формуванні цієї теорії стала робота А. Шлейфера «Неефективні ринки: Вступ до поведінкових фінансів» [10], в якій він проаналізував надмірну і недостатню реакції інвесторів на нову інформацію.

Позначимо через $E(st)$ середній дохід, отриманий від володіння акцією s за період t , z_t - інформацію, що стосується даної акції (відповідної компанії), отриману за період t . Якщо інформація позитивна, то $z_t = G$, якщо інформація негативна, то $z_t = B$. Недостатня реакція інвесторів відбувається тоді, коли після отримання негативної інформації про компанію котирування акцій знизилися в меншій мірі, ніж варто було б. Тобто, в термінах закону приведеної вартості, ці акції виявилися переоціненими, тому їх покупка приносить інвестору збиток, що можна записати співвідношенням: $E(st+1 | z_t = G) > E(st+1 | z_t = B)$.

Надмірна реакція проявляється, коли слідом за серією позитивних потоків інформації котирування акцій підвищуються занадто сильно. Тобто акції знову виявляються переоціненими і знову приносять власникам збитки, що виражається співвідношенням: $E(st+1 | z_t = G, z_{t-1} = G, \dots, z_{t-j} = G) < E(st+1 | z_t = B, z_{t-1} = B, \dots, z_{t-j} = B)$, де $j \geq 1$. Оскільки в даному випадку інформація, що приходить на ринок, є загальнодоступною, такі приклади суперечать припущенню про ефективність ринку [6,7,8,9].

Запропонована А. Шлейфером модель описує процес формування у інвесторів думки щодо акцій конкретних компаній, в основі якої лежать два фактори - консерватизм мислення і неправильне використання на практиці моделей теорії ймовірностей [1].

Ефект консерватизму проявляється у вигляді недостатньої реакції інвестора на негативну інформацію, що веде до переоцінки акцій. Інвестори сприймають погані новини невідповідно уявленням, що сформувались у них про цю компанію, і реагують на них з запізненням або в неповній мірі.

Неправильне використання на практиці моделей теорії ймовірностей полягає в тому, що, ґрунтуючись на серії хороших новин про компанії, інвестори передбачають збереження позитивної тенденції і в майбутньому. Дане переконання знову веде до переоцінки акцій і зниження доходу їх власників.

Основним досягненням поведінкових фінансів можна назвати усвідомлення того факту, що в області фінансів люди приймають рішення і діють під впливом сформованих стереотипів, упереджених думок, помилок в аналізі інформації та емоцій.

Особливо яскраво нераціональна поведінка проявляється в ситуації невизначеності і ризику, в яких проходить вся підприємницька, інвестиційна, фінансова діяльність. Дуже важливою є та обставина, що виявлені суб'єктивні фактори впливають на всіх, незалежно від професійної підготовки, сфери діяльності і досвіду роботи. У складних життєвих ситуаціях, пов'язаних з невизначеністю і ризиком, люди зазвичай поведуться однаково, роблячи ті ж помилки.

Облік виявлених факторів поведінкових фінансів дозволяє істотно підвищити ефективність фінансової стратегії і тактики учасників ринку.

Отже, поведінкові фінанси представляють наступні характеристики нерациональної поведінки, властиві сучасним учасникам фондових ринків:

- інвестори активно продають і купують цінні папери, часто використовуючи недостовірну чи застарілу інформацію, використовують різноманітні моделі для прогнозування майбутніх ринкових цін і недостатньо диверсифікують свої ринкові портфелі;

- інвестори не об'єктивно оцінюють ймовірні характеристики очікуваних результатів, остаточний результат розглядають не з точки зору рівня сумарного добробуту, а в термінах вигравів і втрат, порівнюваних з деякою пороговою величиною, що змінюється залежно від конкретної ситуації;

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

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

- інвестори проявляють недостатню або надмірну реакцію, що впливає на формування цін на фінансові активи і, як наслідок, на величину одержуваного інвесторами доходу.

В сучасних умовах основною проблемою є проблема синтезу двох цих напрямків. Рациональні фінанси володіють кращим аналітичним апаратом, але висновки, отримані на основі їх моделей, часто розходяться з реальністю. Поведінкові фінанси, навпаки, ґрунтуються на емпіричних даних і здатні пояснити існування на ринку аномалій, проте не пропонують математичних моделей, що описують ірраціональну поведінку інвесторів.

1. Ващенко Т.В., Лисицына Е.В. Поведенческие финансы — новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // Финансовый менеджмент. 2006. №1.
2. Ващенко Т.В., Современные теории поведенческих финансов // Финансовый менеджмент. 2006. № 2.
3. Грэхем Б. Разумный инвестор. - М.: Издательский дом "Вильямс", 2009.- с. 38.
4. Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. - М.: Дело, 2004.- 272 с.
5. Brav A., Heaton J.B., Rosenberg A. The Rational-Behavioral Debate in Financial Economics, 2008.
6. Cutler D., Poterba J., Summers L. What Moves Stock Prices, In «Advances in Behavioral Finance». - New York: Russell Sage Foundation. - 1993. -P.133-152.

7. Bernard V., Thomas J. Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings // Journal of Accounting and Economics. - 1990. - vol.13. - P.305-340.
8. Loughran T., Ritter J. The New Issues Puzzle // Journal of Finance. - 1995. -vol.50. - P. 23-51.
9. De Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? // Journal of Finance. - 1985. vol.40. - P. 793-808.
10. Shleifer A. Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. - Oxford: Oxford University Press, 2000.

INVESTOR BEHAVIOR IN THE STOCK MARKET

V. Vovk

Ivan Franko National University of Lviv, Prospect Svobody 18, UA-79008, Ukraine

This article reviews the existing theories of rational and irrational investor behavior in the stock market and describes their advantages and disadvantages. Rational finance has big potential for stock market modeling, behavioral finance considers unexplained by traditional models factors and uses the wide range of social sciences methods.

Key words: stock market, irrational investor behavior, behavioral finance.

ОСОБЕННОСТИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В. Вовк

*Львовский национальный университет имени Ивана Франко
79008 г. Львов, проспект Свободы, 18*

В статье рассмотрены существующие теории рационального и иррационального поведения инвесторов на фондовом рынке, охарактеризованы их преимущества и недостатки. Рациональные финансы имеют большой потенциал для моделирования фондового рынка, поведенческие финансы учитывают факторы, непонятные в традиционных моделях и используют широкий спектр методов социальных наук.

Ключевые слова: фондовый рынок, нерациональное поведение инвестора, поведенческие финансы.

*Стаття надійшла до редколегії 12.11.2013,
прийнята до друку 02.12.2013*