

Вплив поведінкових упереджень на ефективність іноземних інвестицій

АНОТАЦІЯ. Статтю присвячено вивченню загальних поведінкових упереджень, що притаманні інвестиційній діяльності різних суб'єктів господарювання. Автори вивчають вплив типових поведінкових упереджень та фінансової грамотності на загальну ефективність інвестицій на таких ринках цінних паперів, що перебувають на етапі свого становлення чи/та розвиваються. Автори вказують, що поведінкові упередження притаманні будь-яким ринкам, але було доведено, що ринки, що розвиваються, більш сприйнятливі до поведінкових упереджень, ніж такі ринки, що є більш зрілими та розвиненими.

У статті проведено деталізований розбір сучасних наукових підходів до трактування ключових поведінкових упереджень, а також основних наукових теорій та підходів до розбору впливу таких упереджень на ефективність прийняття інвестиційних рішень. З огляду на це, дана стаття ставить на меті визначення взаємозв'язку між фінансовою грамотністю (яку автори умовно інтерпретують як поєднання фінансового досвіду та фінансових знань) і чотирима поведінковими упередженнями (надмірна самовпевненість, репрезентативність, прихильність, стадність), а також між фінансовою грамотністю та ефективністю інвестицій. Засновуючись на тих даних, що були зібрані за результатами опитування учасників фондового ринку та інвесторів, авторами тестуються гіпотези, визначені виходячи з окреслених цілей дослідження. Авторами визначається, що із чотирьох евристик, що розглядаються у розробленій та запропонованій системі (надмірна самовпевненість, репрезентативність, прихильність, стадність), лише надмірна самовпевненість та репрезентативність мають значимий позитивний вплив на фінансову результативність інвестиційних дій. Результати дослідження, що представлені в даній статті, також підтверджують значиму позитивну кореляцію фінансової грамотності з репрезентативністю, та, водночас, обернену взаємозалежність з надмірною самовпевненістю. На додачу, підтверджується, що двома найбільш статистично значущими упередженнями, які мають найбільш відчутний вплив на ефективність інвестицій, виступають надмірна впевненість і репрезентативність.

Ключові слова: евристика, фінансова грамотність, інвестиційна діяльність, фондовий ринок, модель структурованих рівнянь

¹**Хажієв Бахтійор Душабоєвич** — кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри «Фундаментальна економіка» Ташкентського державного економічного університету (Ташкент, Узбекистан). Сфера наукових інтересів: соціально-економічний розвиток, підприємництво, фінанси, інвестування, інноваційний розвиток бізнесу. Електронна адреса: b.khajiye@tsue.uz. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4306-5854>

Тургунов Достон Тургунович — аспірант, старший викладач кафедри «Фундаментальна економіка» Ташкентського державного економічного університету (Ташкент, Узбекистан). Сфера наукових інтересів: інвестування, корпоративне управління, конкурентне середовище, економіка праці, інноваційна діяльність. Електронна адреса: mr_bek1990@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-3921-1051>

Вступ

У загальному розумінні сферу фінансів можна пояснити як дослідження того, як саме ресурси розподіляються, управляються, купуються та інвестуються протягом певного періоду часу. У традиційній фінансовій теорії є два основні принципи: інвестори є цілковито раціональними (раціональна поведінка передбачає, що інвестори завжди належним чином і коректно інтерпретують будь-яку доступну інформацію, а також постійно оновлюють свої переконання), а ринки працюють цілком ефективно, що передбачає, що ціна будь-якого активу негайно відображає будь-яку актуальну на даний момент інформацію, як стверджує гіпотеза ефективного ринку. Якщо гіпотеза правильна, то немає ніякої можливості, щоб інвестор міг заробити більше, ніж середній прибуток з поправкою на ризик за певною інвестиційною стратегією. Незважаючи на безліч революційних моделей ціноутворення активів, розроблених протягом останніх десятиліть, таких як модель ціноутворення капітальних активів та деякі інші моделі ціноутворення з поправкою на ризик, традиційні фінанси не дуже добре пояснюють поведінку інвесторів. Основне припущення полягає в тому, що, оскільки інвестори цінують дохід, вони будуть поводитись раціонально у процесі прийняття фінансових рішень.

Однак, це припущення не пояснює багатьох проблем, які часто виникають на ринку. Зокрема, це стосується причин, з яких доходність акцій за різними цінними паперами може суттєво відрізнятись незалежно від причин, пов'язаних з ризиками. Або, що навіть більш показово, — якими є причини виникнення глобальної фінансової кризи та як можна запобігти новій потенційній фінансовій кризі.

У той час як фінансовий світ зазнав революції завдяки дедалі більш точним і складним моделям оцінки активів, психологія також здійснила значний крок вперед. Поведінкові психологи постійно виявляли, що люди схильні діяти нетрадиційно, коли приймають рішення, пов'язані з грошима. Кілька вчених надали точні емпіричні докази того, що багато традиційних фінансових теорій, наприклад гіпотеза ефективного ринку, можуть пояснити і навіть певною мірою передбачити багато подій. Тим не менш, ці теорії не змогли пояснити численні інші події, такі як «ефект січня». Простими словами, «ефект січня» можна пояснити як нерегулярність ринку, яка характеризується ситуацією, коли ціни на різні цінні папери ростуть у перший місяць року без будь-якої логічної причини. Тому вчені почали розуміти, що їм, можливо, доведеться звернутися до когнітивної психології, щоб пояснити нелогічну та ірраціональну поведінку інвесторів. Усвідомлення цього факту призвело до підвищення інтересу до відносно нового напрямку досліджень, відомого як поведінкові фінанси.

Альтернативні підходи до дослідження фінансових ринків

Згідно з дослідженням у сфері поведінкових фінансів, що проведене М. Севелом² з Кембриджського університету, «поведінкові фінанси — це дослідження впливу психології на поведінку фінансистів-практиків і подальший вплив на ринки. По суті, це галузь фінансів, яка вивчає, як на поведінку суб'єктів ринку впливають різні психологічні фактори, які надалі впливають на процес прийняття рішень цими суб'єктами, що, у свою чергу, впливає на ціни активів. Зокрема, ця наука прагне пояснити, чому ринки можуть бути неефективними». Інше визначення, про яке варто згадати, запропоновано Б. Барбером і Т. Одеаном³, котрі пояснюють, що «поведінкові фінанси руйнують традиційні та фундаментальні припущення фінансової економіки, включаючи ці спостережувані, регулярні та дуже «людські» відхилення від раціональності в стандартній моделі фінансових ринків». Загалом, мета поведінкових фінансів полягає в тому, щоб пояснити ринкові аномалії за допомогою ідентифікованих і загально-визнаних психологічних упереджень.

У іншому дослідженні авторами⁴ визначено три ключові сфери, у яких подальші дослідження можуть принести користь поведінковим фінансам. Перший такий напрям стосується арбітражних обмежень. М. Шиндлер пояснює, що дислокації фінансового ринку — це ситуації, в яких ринки працюють у стресових умовах і, як наслідок, неправильно оцінюються активи. Через ці дислокації раціональні трейдери не можуть скасувати ефект, який нераціональні трейдери спричинили своїм рішенням. І тому арбітражні можливості ніколи не припинять існувати і, як правило, вони можуть мати досить тривалий, значний і математично неправильний вплив на ціни активів.

Другою перспективною є сфера психології. Дослідження в цій галузі довели, що люди схильні проявляти певні систематичні психологічні упередження, коли формулюють свої переваги та переконання в контексті прийняття рішень. Таким чином, кілька теорій, на яких ґрунтується поведінкове фінансування, базуються на експериментальних даних і упередженнях, які виникають під час прийняття інвестиційних рішень.

Третім і останнім у даному контексті напрямом є соціологія, яка припускає, що значна кількість фінансових рішень виникає в результаті соціальної взаємодії, а не фактичних даних, прямо спростовуючи ідею про те, що інвестори приймають рішення без впливу інших.

² Sewell M. Behavioural finance: Introduction. *European Financial Management*, — 2007. — pp. 389-393.

³ Barber B.M., Odean T. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55(2). — 2000. — pp. 773-806.

⁴ Schindler M. Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance. Hoboken: Wiley. — 2007.

Загально визнано, що батьками поведінкових фінансів є Даніель Канеман і Амос Тверські. У середині 1960-х років А. Тверські та Д. Канеман працювали над різними дослідницькими питаннями, але в 1970 р. вони зібралися разом, щоб об'єднати свою роботу та створити те, що зараз вважається еталоном для поведінкових фінансів. Вони вирішили застосувати психологічні тести в теорії прийняття рішень до сценаріїв у реальному світі. У 1971 р. вони опублікували статтю у співавторстві, в якій дійшли висновку, що люди схильні брати до уваги випадкову вибірку з популяції та сприймати її як дуже репрезентативну. Через три роки А. Тверські та Д. Канеман опублікували іншу статтю⁵, в якій описали три основні упередження, пов'язані з прийняттям рішень: репрезентативність, доступність і прихильність. Вони стверджували, що глибоке розуміння та усвідомлення цих упереджень насправді може покращити прийняття рішень у невизначених ситуаціях.

Тим часом у 1980-х рр. модель ефективних ринків почала ставитися під сумнів через недостатню ефективність. Основним занепокоєнням академіків була надмірна волатильність. Ідея про те, що ціна акцій базується на поточній вартості майбутніх дивідендів, загально визнана у фінансовому співтоваристві, почала ставитися під сумнів. Деякі акції були просто надто нестабільними, і це призвело до переконання, що фінансове співтовариство помилялося щодо того, як оцінювати акції, або що інвестори були просто нерациональними. Саме у той час було висловлено припущення, що на мікрорівні ринки, безумовно, ефективні, але на макрорівні вони точно не володіють такою характеристикою.

А. Тверські і Д. Канеман розробили концепцію, відому як евристика. «Евристика — це прості, ефективні правила, які були запропоновані для пояснення того, як люди приймають рішення, приходять до суджень і вирішують проблеми, як правило тоді, коли вони стикаються зі складними проблемами або неповнотою інформації. Ці правила добре працюють у більшості випадків, але в деяких випадках призводять до систематичного когнітивного упередження». Відповідно, традиційні теорії фінансів, які підтримують нібито факт про те, що люди діють раціонально, застаріли. Існує багато моделей, які використовуються як опори у фінансовому світі, зокрема, модель ціноутворення капітальних активів, але вони все одно не повністю відображають поведінку інвестора, оскільки не враховують ірраціональність. Поведінкові упередження — це, умовно, ті «короткі шляхи», якими користуються інвестори (і все людство), щоб уникнути трудомісткого процесу точної оцінки даних, і вони неминучі, а отже, неминучими є

⁵ Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185. — 1974. — pp. 1124-1131.

й неправильні рішення, які результують від упереджених рішень. Через ці різноманітні упередження інвестори можуть йти на ризик, про який вони зовсім не підозрюють. Тому вкрай важливо розглянути можливість того, що поведінкові упередження певною мірою відіграють роль у процесі прийняття рішень інвесторами. Знання науки про поведінкові фінанси є важливими, оскільки вони можуть допомогти інвесторам краще керувати ризикованими рішеннями.

Поведінкові упередження природно присутні на всіх ринках, але було доведено, що ринки, що розвиваються, більш сприйнятливі до поведінкових упереджень, ніж інші ринки. Крім того, поведінкові упередження фактично не використовуються для розуміння фінансової поведінки на ринках, що розвиваються. Таким чином, ця стаття має потрібну мету. По-перше, це намагання визначити взаємозв'язок між фінансовою грамотністю (яку можна розуміти як поєднання фінансового досвіду та фінансових знань) і чотирма поведінковими упередженнями (надмірною самовпевненістю, репрезентативністю, прихильністю, та приналежністю до групи («стадність»)), а також між фінансовою грамотністю та ефективністю інвестицій. По-друге, дане дослідження також намагається визначити зв'язок між чотирма упередженнями та ефективністю інвестицій. На додачу, у статті також зроблено спробу визначити зв'язок між упередженням надмірної впевненості та упередженням репрезентативності. Таким чином, мета цієї статті — відповісти на такі запитання:

— чи схильні інвестори до поведінкових упереджень, таких як надмірна самовпевненість, прив'язка, представники та стадність, і якою мірою?

— як вплив вищезазначених поведінкових упереджень впливає на прибутки інвесторів?

— чи існує зв'язок між фінансовою грамотністю та досліджуваними упередженнями?

— як фінансова грамотність впливає на очікувану віддачу?

Евристика спочатку мала справу з когнітивними упередженнями під час прийняття рішень, але тепер включає емоційні фактори та використовується для пояснення поведінкових упереджень, які можуть впливати на рішення інвесторів. На інвесторів можуть впливати різноманітні поведінкові упередження, що робить їхні рішення не лише неоптимальними, але й передбачуваними в ситуації невизначеності. Протягом багатьох років вченим вдалося виявити більше п'ятдесяти поведінкових упереджень, але ті, які будуть обговорюватися та використовуватися в експерименті в цій статті, це: надмірна самовпевненість, стадність, прихильність і репрезентативність. Причина, чому були обрані саме ці упередження, полягає в тому, що вони є найбільш статистично значущими упередженнями в усьому світі.

Згідно з М. Помпіаном⁶, дослідником та головним інвестиційним директором успішної приватної інвестиційної компанії, надмірна самовпевненість виникає, коли інвестор необґрунтовано вірить у свої когнітивні здібності, інтуїтивні міркування та судження. Ця концепція виникла в результаті великої кількості психологічних експериментів, у яких випробовували переоцінювали не лише свої передбачувані здібності, але й точність наданої їм інформації. Це поведінкове упередження є поширеним серед інвесторів, тому що більш досвідчені серед них схильні переоцінювати свої здібності щодо вибору акцій та інтерпретації інформації, що циркулює навколо акцій. Хоча вибір акцій є трудомістким і іноді дуже складним завданням, саме тут інвестори відчують найбільше задоволення. Підводячи підсумок, можна сказати, що надмірна впевненість — це поведінкове упередження, яке існує через те, що інвестори схильні думати, що вони дуже добре вміють прогнозувати події на основі обмеженої інформації, і що вони розумніші, ніж є насправді.

Стадність — це таке поведінкове упередження, яке виникає, коли група людей імітує певну дію, що призводить до конвергенції цих дій. У контексті фінансового ринку інвестори іноді можуть слідувати рішенням, прийнятим більшістю, незважаючи на свою особисту думку щодо вищезгаданого рішення. Біткоїн-бульбашка є хорошим прикладом. Коли ця криптовалюта почала набирати популярності, все більше і більше людей почали інвестувати в неї, не маючи жодної інформації чи досвіду в цій галузі, і робили вони це тому, що всі інші інвестували в біткоїн. На інвесторів, як правило, впливали рекомендації аналітиків, які, у свою чергу, також зазнавали впливу інших аналітиків. Дослідження, проведене в 2000 р., виявило, що коли аналітик переглядав свої рекомендації, спостерігалася позитивна кореляція з рекомендаціями наступних двох аналітиків⁷.

Дослідники поведінкових фінансів А. Тверські та Д. Канеман⁸ вперше визначили «прив'язку» в 1974 р.. Вони виявили, що люди схильні створювати оцінки, починаючи з початкового значення, а потім коригуючи його, щоб отримати остаточну відповідь. Це початкове значення зазвичай базується на структурі задачі або на частковому розрахунку. В обох сценаріях ці початкові значення не ґрунтуються на жодній точній науці і тому призводять до упереджень у остаточних відповідях. Це початкове значення є статистично випадковим за своєю природою, і йому також надається невиправдана вагомість. Ринкові агенти зазвичай виявляють цю упередженість, коли ставлять

⁶ Pompian M., *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases*. Hoboken: Wiley. — 2006.

⁷ Welch I. Herding among security analysts. *Journal of Financial Economics*, 58(3), — 2000. — pp. 369-396.

⁸ Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185. — 1974. — pp. 1124-1131.

питання про те, чи настав правильний час для продажу акцій і чи справедлива ціна акцій. Щоб уникнути складного процесу аналізу великої кількості даних, інвестори засновують своє рішення на нелогічній початковій точці та приймають нераціональне інвестиційне рішення.

Репрезентативність є дуже поширеною (оскільки вона дуже близька до реальності) евристикою. Вона заснований на ідеї про те, що люди схильні оцінювати ймовірність того, що певний об'єкт «А» належить до класу об'єктів «Б», дивлячись на подібність об'єкта «А» з «Б». Наприклад, скажімо, Алішер є фанатом опери, любить відвідувати оперні заходи, грає на піаніно та скрипці та може годинами розмовляти з друзями про історію оперної музики. Питання: Алішер музикант великого оркестру чи фермер? Більшість людей вибере перший варіант, котрий каже, що Алішер — музикант великого оркестру, хоча за статистикою набагато вірогідніше, що Алішер є фермером. Крім того, представлення як упередження приймає участь у визначенні умовних ймовірностей.

Підводячи підсумок, ринкові агенти, науковці та академіки надто довго покладалися на традиційні фінансові теорії, такі як гіпотеза ефективного ринку. Ці теорії, як і багато інших, ґрунтуються на припущенні, що люди є раціональними. Насправді це не так, і є багато доказів на підтримку цього твердження. Люди вдаються до скорочення часу для обробки складної та великої кількості інформації, і ці скорочення відомі як евристика та поведінкові упередження. Існує багато поведінкових упереджень, але деякі з них дуже поширені серед інвесторів, зокрема вже гадані вище надмірна самовпевненість, стабільність, прихильність та репрезентативність. Загалом, надмірна самовпевненість — це упередження, яке виникає, коли інвестори вважають, що вони можуть передбачити події без достатньої інформації, навіть якщо ця інформація недостатньо точна. Закріплення відбувається, коли інвестори відчувають психологічну потребу прийняти таке ж інвестиційне рішення, як і багато інших, без попереднього дослідження. Прихильність — це таке упередження, за якого інвестори намагаються обчислити певні цифри (наприклад, справедливу ціну акції), коригуючи певну початкову вартість, але ця початкова вартість не базується на жодних раціональних даних. Репрезентативність обертається навколо ідеї про те, що інвестори, як правило, надають значення вибірці, зібраній із генеральної сукупності, без урахування будь-яких імовірнісних даних. Усі ці поведінкові упередження зустрічаються щодня, оскільки люди за природою ірраціональні⁹. Визнання цих поведінкових упереджень і включення їх у моделі оцінки

⁹ Thaler H., Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making* 12(3), — 1999. — pp. 183-206.

активів може призвести до більш точних і реалістичних результатів, які, у свою чергу, можуть революціонізувати світ фінансів.

Модель, запропонована С. Жерве та Т. Оденом¹⁰, вважається основою для досліджень, що пов'язують характеристики напористості та інвестиційний досвід. Вони розробили багатоперіодну модель, у якій спочатку інвестори не були повністю обізнані про свої інвестиційні навички. Після закінчення кількох інвестиційних періодів неуспішні інвестори, як правило, виключаються з ринку. І навпаки, успішні інвестори стають надто самовпевненими, оскільки приписують свій успіх виключно своїм чудовим інвестиційним навичкам замість того, щоб брати до уваги фактор удачі. Крім того, вищий рівень фінансової освіти також був пов'язаний із надмірною довірою до ринку¹¹, оскільки інвестори, які мають більше академічних знань у фінансах, вважають, що вони знають більше, ніж насправді, і користуються більшою повагою серед своїх колег, що також впливає на їхню впевненість. Отже, можна виснути гіпотезу:

Г1. Фінансова грамотність позитивно пов'язана з впевненістю в собі.

Кошкун та ін.¹² опитали 596 окремих інвесторів акцій, щоб виміряти їхню фінансову грамотність і перевірити взаємозв'язок між фінансовою грамотністю та різними поведінковими упередженнями. Згідно з їхніми результатами, високі рівні репрезентативності негативно корелюють з високим рівнем фінансової грамотності — більше того, вони виявили, що інвестори без ступеня бакалавра фінансів демонструють значно вищі рівні репрезентативності¹³. Отже:

Г2. Фінансова грамотність негативно пов'язана з репрезентативністю.

Роль «стадності» відзначена у всіх аспектах поведінкової психології і навіть у природі. Однак, що стосується фінансових ринків, дослідження літератури неодноразово показувало, що стадність у поведінці не корелює з фінансовою грамотністю. Це пояснюється тим, що чим більше досвіду та фінансових знань має інвестор, тим більше він/вона усвідомлює стадну поведінку і тому намагається її уникати. Тим не менш, незважаючи на усвідомлення цих поведінкових упереджень, інвестори не завжди уникають стадної поведінки через намагання униканути шкодування¹⁴. З іншого боку, різні дослідження по-

¹⁰ Gervais S., Odean T., Learning to be overconfident author. *The Review of Financial Studies*, 14(1), — 2001. — pp. 1-27.

¹¹ Bhandari G., Deaves R., Behavioral finance: Back on the road again. *Journal of Behavioral Finance*, 7(1), — 2006. — p. 58.

¹² Coşkun A., Şahin M.A., Ateş S., Impact of financial literacy on the behavioral biases of individual stock investors: Evidence from Bursa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), — 2016.

¹³ Ibid.

¹⁴ Rabin M., Thaler R.H., Anomalies: Risk aversion. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), — 2001. — pp. 219-232.

казали, що фінансова грамотність відіграє негативну сповільнювальну роль щодо групових упереджень, а третьою змінною зазвичай є упередження у впевненості в собі. Однак, на противагу, існує значно менше публікацій, які припускають, що фінансова грамотність має пряму негативну кореляцію з груповими упередженнями¹⁵. Отже:

Г3. Фінансова грамотність негативно пов'язана зі стадними упередженнями.

Роки навчання призводять до зумовлення, а зумовлення пов'язане з певними стимулами, які можуть прикріпитись до відповіді, тоді як закріплення є стимулом, який пов'язаний з досвідом навчання¹⁶. Фактично, дослідження показали, що основним аспектом упередження прихильності є те, що люди чутливі до інформації, яку вони отримали особисто¹⁷. Таким чином, хоча така прихильність іноді вважається «помилкою новачка», попередні дослідження виявили позитивний взаємозв'язок між фінансовою грамотністю та прихильністю. Таким чином:

Г4. Фінансова грамотність позитивно пов'язана з утриманням.

З очевидних причин фінансова грамотність давно пов'язана з кращими інвестиційними показниками; найкращий спосіб стати досвідченим у чомусь — це практикуватися та вивчати це. Більш фінансово грамотний інвестор не обмежує свій портфель лише основними фінансовими інструментами, такими як акції чи облігації, а натомість створює свій портфель із різноманітних складних активів, таких як процентні деривативи, опціони тощо. Крім того, дослідження показали, що фінансово грамотні інвестори активніше реструктурують свої портфелі, ніж інші, і роблять це таким чином, щоб їхній ризик залишався відносно постійним впродовж тривалого часу. Як наслідок, підвищення фінансової грамотності пов'язане з вищою ефективністю інвестицій. Таким чином:

Г5. Фінансова грамотність позитивно пов'язана з ефективністю інвестицій.

Поведінкові упередження, за визначенням, представляють непропорційний вплив проти або на користь ідей, звичок або концепцій, і тому є ірраціональними за своєю природою. На фінансовому ринку розрахунки — це те, що має визначити справжню та справедливую ціну активу. Однак поведінкові упередження є тією причиною, з якої інвестори пропускають виснажливий і повторюваний процес розрахунків і неправильно оцінюють ризики, на які вони йдуть. Як наслідок, поведінкові упередження за своєю суттю є хибними і повинні як у короткостроковій, так і в довгостроковій перспективі призводити до

¹⁵ Agrawal D., Singhal T., Swarup K.S., Role of Herding Behavior in Influencing Investor Decision Making in India. *Indian Journal of Research in Capital Markets*, 3(4). — 2016. — pp. 43-48.

¹⁶ Welsh M.B., Delfabbro P.H., Burns N.R., Begg S.H., Individual differences in anchoring: Traits and experience. *Learning and Individual Differences*, 29(1), — 2014. — pp. 131-140.

¹⁷ Baker H.K., Kumar S., Goyal N., Gaur V., How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Managerial Finance*, 45(1), — 2019. — pp. 124-146.

неправильних рішень¹⁸. Неправильні рішення призводять до погані прибутковості інвестицій. Таким чином, інвестори, які виявляють упередження, такі як надмірна впевненість, репрезентативність, прихильність та стадність, повинні мати менший прибуток від інвестицій, ніж ті, хто не виявляє таких упереджень¹⁹. Таким чином:

Г6. Надмірна самовпевненість негативно впливає на ефективність інвестицій.

Г7. Репрезентативність негативно пов'язана з ефективністю інвестицій.

Г8. Недостатня розумність негативно пов'язана з ефективністю інвестицій.

Г9. Прихильність негативно корелює з ефективністю інвестицій.

Поряд з кількома іншими поведінковими упередженнями, саме надмірній самовпевненості та репрезентативності приділено найбільшу увагу в літературі. Враховуючи це, повне приписування фінансового успіху найкращим інвестиційним навичкам і віра в те, що минулі доходи можуть характеризувати майбутні прибутки, є двома найпоширенішими рисами серед інвесторів. Відповідно, багато дослідників намагалися визначити зв'язок між цими двома упередженнями, і їм це вдалося. Отже:

Г10. Надмірна самовпевненість позитивно корелює з репрезентативністю.

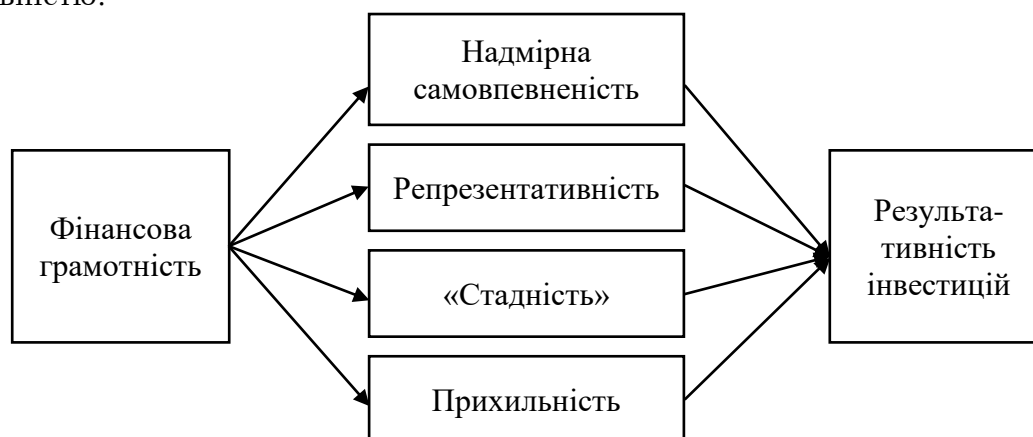


Рис. 1. Концептуальна модель²⁰

¹⁸ Rabin, M., Thaler, R.H., Anomalies: Risk aversion. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), — 2001. — pp. 219-232.

¹⁹ Agrawal D., Singhal T., Swarup K.S., Role of Herding Behavior in Influencing Investor Decision Making in India. *Indian Journal of Research in Capital Markets*, 3(4). — 2016. — pp. 43-48.

²⁰ Lebdaoui, H., Chetoui, Y., & Guechi, E., The Impact of Behavioral Biases on Investment Performance: Does Financial Literacy Matter?. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 11(3), — 2021. — pp. 13-21. URL: <https://econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/11318>

Концептуальна модель (рис. 1) розроблена для встановлення зв'язку між фінансовою грамотністю та ефективністю інвестицій, надмірною самовпевненістю, репрезентативністю, стадністю і прихильністю. Фінансова грамотність вимірюється за допомогою двох конструктів: інвестиційний досвід і попередня фінансова освіта, виміряні роками. Дослідження також було розроблено для визначення кореляції між чотирма упередженнями та ефективністю інвестицій. Демографічні фактори, такі як стать, вік, дохід і рівень освіти, використовувалися як контрольні змінні. Модель структурованого рівняння була використана для оцінки моделі та аналізу причинно-наслідкових зв'язків.

Регресія частково найменших квадратів є провідним статистичним методом для оцінки та тестування причинно-наслідкових зв'язків, оскільки він використовує комбінацію та статистичні дані та дає можливість вимірювати приховані змінні на основі спостережуваних показників. Отже, для даного дослідження доречним методом для використання було обрано метод регресії частково найменших квадратів (з *англ.* — PLS).

Відповідно до цілей цього дослідження було досліджено статистику анкет вибірки інвесторів, які були учасниками фондового ринку. Лише чотири найпопулярніші упередження (з точки зору висвітлення в літературі) були обрані, щоб зменшити ймовірність упередженості відповідей. Крім того, анкету було розроблено таким чином, щоб уникнути надто довгих відповідей. Інвесторів знаходили через такі платформи, як LinkedIn, а також через менеджерів і директорів різних компаній, які не тільки самостійно заповнювали опитування, але й передавали його своїм підлеглим — інвесторам. У результаті, загалом 196 інвесторів дали відповіді на запитання опитування. Із цих 196 інвесторів: 134 чоловіки (68,4%) і 62 жінки (31,6%). Середній вік інвесторів становив 42 роки. Таблиця 1 містить більш детальну інформацію щодо описової статистики. Для оцінки достовірності показників встановлювалось, що всі заповнення повинні бути $>0,7$. Це підтверджує, що показники дійсно надійні. Для надійності конструкту використовувалися два критерії: композитна надійність (КН) і коефіцієнт Кронбаха.

Із проведеного дослідження можна зробити декілька висновків. Перша та друга гіпотези стверджують, що фінансова грамотність позитивно пов'язана з самовпевненістю та репрезентативністю. Проте виявилось, що фінансова грамотність негативно пов'язана з самовпевненістю, але позитивно пов'язана з репрезентативністю. Це свідчить про те, що чим більше досвіду та фінансових знань має інвестор, тим менша ймовірність, що він буде занадто самовпевненим, але тим більша ймовірність, що він віритиме, що майбутні доходи можна визначити, опираючись на інформацію про минулі доходи. Що стосується упереджень стадності і прихильності, результати показують, що їх немає в нашій вибірці, оскільки Р-значення для гіпотез Г3, Г4, Г8 і

$T_9 > 0,05$. Можливо, це свідчить про те, що ці упередження були погано сформульовані в анкеті, або що ці два поведінкові упередження просто неочевидні серед опитаної групи інвесторів.

Таблиця 1

ХАРАКТЕРИСТИКИ РЕСПОНДЕТНІВ

<i>Вимір</i>	<i>Назва</i>	<i>Кількість</i>	<i>Відсоток</i>
Стать	Чоловіки	134	68.40%
	Жінки	62	31.60%
Вік	18-30	27	13.78%
	31-45	101	51.53%
	46-60	58	29.59%
	>60	10	5.10%
Сімейний стан	Одружений / заміжня	151	77.00%
	Неодружений / незаміжня	45	23.00%
Освіта	Вища освіта	3	1.53%
	Бакалавр	61	31.12%
	Магістр	130	66.33%
	Кандидат наук (PhD)	2	1.02%
Сфера працевлаштування	Приватний сектор	151	77.04%
	Державний сектор	9	4.59%
	Незалежний(а)	35	17.86%
	Інше	1	0.51%
Дохід	Нижче 8000 дол. США	2	1.02%
	8000-16000 дол. США	15	7.65%
	16000-24000 дол. США	20	10.20%
	24000-36000 дол. США	72	36.73%
	Понад 36000 дол. США	87	44.39%
Досвід роботи	<2 років	19	9.69%
	2-5 років	38	19.39%
	5-8 років	63	32.14%
	8-12 років	28	14.29%
	Понад 12 років	48	24.49%

Джерело: складено авторами

З точки зору покращення ефективності інвестицій фінансова грамотність відіграє важливу роль. Результати показують, що досвідчений інвестор, який раніше вивчав фінанси, має більше шансів отримати задовільний прибуток на фондовому ринку. Дослідження не дало підстав відхилити гіпотезу Г10, з чого випливає, що справді, як роблять висновок численні інші відповідні дослідження, надмірна впевненість і репрезентативність є двома основними поведінковими упередженнями. Ця теорія також стосується дослідженої вибірки інвесторів. Таким чином, двома найбільш статистично значущими упередженнями, що впливають на ефективність інвестицій, були надмірна впевненість і репрезентативність. Цікаво, що Г6 і Г7 були відхилені, що свідчить про те, що інвестори, які надмірно самовпевнені та репрезентативні в інвестиційних рішеннях, мають найвищу інвестиційну ефективність.

Також, дослідження свідчить про те, що значною мірою вартість акцій базується на нераціональних рішеннях, а не на точній інформації. Наприклад, якщо більшість інвесторів демонструють репрезентативність, усі вони нададуть нераціонального значення минулим показникам акцій, щоб розрахувати їхні майбутні доходи, що зрештою призведе до такої цифри ціни акцій, що заснована переважно на поведінкових упередженнях, а не на доступній інформації. Що стосується надмірної самовпевненості, видається, що інвестори, які є найбільш впевненими, мають найвищий прибуток.

З цього припущення можна вивести небагато гіпотез, крім того, що ці інвестори заслуговують на впевненість, якою вони володіють. Зрештою, у літературі вже було зазначено, що ринки, що розвиваються, більш чутливі до поведінкових упереджень, ніж інші, і що поведінкові фінанси недостатньо застосовуються для розуміння фінансової поведінки на ринках, що розвиваються.

Висновок

Сфера поведінкових фінансів, безумовно, революціонізувала погляд науковців на ринки. Процеси прийняття рішень інвесторами відіграють важливу роль у визначенні цін на активи, оскільки, зрештою, саме ці рішення впливають на закон попиту та пропозиції.

Тим не менш, ця стаття та багато інших, подібних до неї, мають ряд обмежень. По-перше, потрібно багато часу та зусиль, щоб зібрати достатню вибірку, яка є справді репрезентативною. Більшість експериментів у психології завжди стикаються з цією проблемою. Навіть якщо буде зібрано достатньо велику вибірку, немає гарантії, що відповіді будуть точними та чесними, тому упередженість відповідей завжди є проблемою. Це головне обмеження даного дослідження,

оскільки 196 відповідей могло бути недостатньо для підтвердження висунутих гіпотез, і у відповідях могла зіграти певну роль упередженість відповідей. Крім того, інші загальні обмеження стосуються того факту, що поведінкові упередження дуже важко інтегрувати в моделі ціноутворення активів, вони рідко мають суперечливі наслідки (наприклад, деякі інвестори вважаються несхильними до ризику, але занадто самовпевненими), і, нарешті, поведінкові фінанси як підхід не можуть забезпечити практичних альтернатив тим численим теоріям, які він ставить під сумнів.

Перекладено з англійської мови.

Список літератури

1. *Agrawal D., Singhal T., Swarup K.S.*, Role of Herding Behavior in Influencing Investor Decision Making in India. *Indian Journal of Research in Capital Markets*, 3(4), – 2016. – pp. 43-48.
2. *Baker H.K., Kumar S., Goyal N., Gaur V.*, How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Managerial Finance*, 45(1), – 2019. – pp. 124-146.
3. *Barber B.M., Odean T.*, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55(2), – 2000. – pp. 773-806.
4. *Bhandari G., Deaves R.*, Behavioral finance: Back on the road again. *Journal of Behavioral Finance*, 7(1), – 2006. – p. 58.
5. *Coşkun A., Şahin M.A., Ateş S.*, Impact of financial literacy on the behavioral biases of individual stock investors: Evidence from Bursa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), – 2016.
6. *Deaves R., Lyders E., Schrueder M.*, The dynamics of overconfidence: Evidence from stock market forecasters. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 75(3), – 2010. – pp. 402-412.
7. *Gervais S., Odean T.*, Learning to be overconfident author. *The Review of Financial Studies*, 14(1), – 2001. – pp. 1-27.
8. *Lebdaoui, H., Chetioui, Y., & Guechi, E.*, The Impact of Behavioral Biases on Investment Performance: Does Financial Literacy Matter?. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 11(3), – 2021. – pp. 13–21. URL: <https://econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/11318>
9. *Pompian M.*, Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases. Hoboken: Wiley. – 2006.

10. Rabin M., Thaler R.H., Anomalies: Risk aversion. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), – 2001. – pp. 219-232.
11. Schindler M., Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance. Hoboken: Wiley. – 2007.
12. Sewell M., Behavioral finance: Introduction. *European Financial Management*, – 2007. – pp. 389-393.
13. Thaler H., Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making* 12(3), – 1999. – pp. 183-206.
14. Tversky A., Kahneman D., Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, – 1974. – pp. 1124-1131.
15. Welch I., Herding among security analysts. *Journal of Financial Economics*, 58(3), – 2000. – pp. 369-396.
16. Welsh M.B., Delfabbro P.H., Burns N.R., Begg S.H., Individual differences in anchoring: Traits and experience. *Learning and Individual Differences*, 29(1), – 2014. – pp. 131-140.

Стаття надійшла до редакції: 18 березня 2022 р.

Прийнято до публікації: 20 квітня 2022 р.

Опубліковано: 15 липня 2022 р.