

УДК 336.01

DOI: <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2024.22.16>**Повод Т.М.**

кандидат економічних наук, доцент,  
Херсонський державний аграрно-економічний університет  
(м. Херсон / м. Кропивницький)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8191-5488>**Povod Tetiana**

Kherson State Agrarian and Economic University  
(Kherson / Kropyvnytskyi)

**ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ:  
ІНТЕГРАЦІЇ З КЛАСИЧНИМИ ТЕОРІЯМИ  
ДЛЯ ЕФЕКТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИМИ РІШЕННЯМИ**

**BEHAVIORAL FINANCE:  
INTEGRATION WITH CLASSICAL THEORIES  
FOR EFFECTIVE MANAGEMENT OF INVESTMENT DECISIONS**

*У статті досліджено роль поведінкових фінансів у сучасній фінансовій науці, їхні переваги, можливості застосування та обмеження. Розкрито сутність поведінкових фінансів як нового напрямку, який доповнює класичні фінансові теорії, інтегруючи до аналізу психологічні та поведінкові чинники. Дослідження підкреслює, що поведінкові фінанси, попри їх популярність, не можна розглядати як самостійну альтернативу класичним фінансам через відсутність універсальних алгоритмів та моделей для ухвалення рішень. Водночас вони надають інвесторам важливі інструменти для розуміння ірраціональної поведінки ринкових учасників, аналізу ризиків та розробки ефективних інвестиційних стратегій. Стаття пропонує практичне осмислення інтеграції поведінкових фінансів із класичними фінансовими моделями. Автори зазначають, що використання цих підходів сприяє глибшому усвідомленню інвесторами власних когнітивних упереджень, що може стати основою для зниження ризиків та підвищення результативності фінансових рішень.*

**Ключові слова:** поведінкові фінанси, фінанси підприємств, фінансовий ринок, інвестиційні стратегії, теорія перспектив, фінансова ірраціональність, поведінкова економіка, класичні фінансові теорії.

*This article explores the role of behavioral finance in modern financial science, highlighting its practical value, potential applications, advantages, and limitations. The study critically examines key behavioral theories, including prospect theory, investor behavior in stock markets, noise trading theory, and the influence of psychological traits on trader performance. These theories aim to explain the irrationality observed in financial decision-making and its implications for market dynamics, while challenging the fundamental assumptions of classical financial theories. The study emphasizes that behavioral finance, despite its achievements, should not be seen as an independent alternative to classical finance. Instead, it complements traditional financial models by incorporating psychological and behavioral factors into the analysis of market behavior. Behavioral finance provides tools for understanding the cognitive biases, emotional influences, and heuristics that often lead to deviations from rational decision-making. This perspective improves the ability to explain market anomalies such as bubbles, panic selling, and overconfidence, which classical theories struggle to address. In addition, the study highlights the challenges of applying behavioral finance theories in practice. Unlike classical finance theories that offer quantitative models and algorithms for decision-making, behavioral finance lacks universal methods for predicting market outcomes or developing optimal investment strategies. Its findings are largely descriptive in nature and focus on understanding investor behavior rather than prescribing actionable solutions. However, integrating behavioral finance with classical models can help investors develop more adaptive strategies that take into account their own biases and psychological traits. In summary, behavioral finance enriches classical finance theories by*

*incorporating psychological and behavioral aspects into the financial decision-making process. While it does not replace traditional approaches, it serves as an additional basis for addressing the complex conditions of modern financial markets. Using knowledge from behavioral finance, investors and financial professionals can develop more reliable strategies that respond to both market realities and human tendencies.*

**Keywords:** *behavioral finance, corporate finance, financial market, investment strategies, prospect theory, financial irrationality, behavioral economics, classical financial theories*

**Постановка проблеми.** Останніми роками поведінкові фінанси набули значної популярності в різних напрямках фінансової науки та практики, зокрема й у фінансово-економічному середовищі України. Вони також проникли у сферу освіти, закріпившись у навчальних планах освітніх програм фінансово-економічного профілю, стали об'єктом короткострокових семінарів і майстер-класів, які організуються бізнес-школами.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженням сутності поведінкової теорії займалися такі вчені, як А. Сміт, Д. Бентам, А. Маршалл, К. Менгер, В. Девонс, Л. Вальрас та інші. Серед сучасних дослідників поведінкової економіки варто виділити Д. Канемана, А. Тверські, Д. Катона, Р. Шиллера, Д. Аріелі, М. Алле та інших. Сутність поведінкових фінансів досліджували такі вчені, як Б. Барбер (Brad M. Barber), Н. Барберіс, Т. Одеан (Terance Odean), Р. Талер (Richard H. Thaler), А. Шлейфер та інші. Поява та розвиток економічної психології завдяки роботам Г. Тарда, Ж. Катоні та Л. Гараї сприяли визнанню моделей очікуваної корисності та дисконтованої корисності. Сутність когнітивної психології вивчали А. Тверські та Д. Канеман.

**Формулювання цілей статті.** У цій статті розглядається місце поведінкових фінансів у сучасній фінансовій науці, їх практична цінність, можливості застосування, переваги та обмеження.

**Виклад основного матеріалу.** Основою розвитку економіки в цілому, а також її окремих галузей та підприємств є інвестування капіталу. Необхідною умовою ефективності прийнятих інвестиційних рішень є об'єктивна оцінка наявної інформації, якісний аналіз і формулювання висновків, що відповідають реальній економічній ситуації.

У розпорядженні сучасного інвестора є широкий набір класичних фінансових теорій і моделей, що дозволяють використовувати наявну інформацію для прийняття відповідних фінансово-інвестиційних рішень. Основу цього набору становлять такі концепції, як: гіпотеза ефективного ринку Юджина Фама (Efficient Market Hypothesis, EMH), теорія портфеля Г. Марковіца, модель оцінки дохідності фінансових активів У. Шарпа (Capital Asset Pricing Model, CAPM), а також модель ціноутворення опціонів Блека – Шоулза. Крім того, доступні численні інструменти для коригування і модифікації цих моделей, серед яких теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, APT) та різні підходи до розрахунку коефіцієнта бета.

Однак, навіть за наявності необхідної інформації та інструментів для її оцінки й аналізу, це не гарантує, що інвестор прийме оптимальне рішення, діятиме максимально ефективно й, найголовніше, досягне бажаного результату.

Чому це відбувається? Причина полягає в тому, що процеси сприйняття інформації, її аналізу та подальшого прийняття рішень здійснюються суб'єктами, які піддаються впливу численних ілюзій, психологічних ефектів та стереотипів мислення. Сукупність цих чинників формує так звані поведінкові фактори, які є основою одного з найбільш популярних сучасних напрямів розвитку фінансової науки – поведінкових фінансів.

Вважається, що поведінкові фінанси сформувалися як самостійна галузь наукового знання у 1985 році. Відправною точкою стала публікація у журналі *Journal of Finance* двох фундаментальних праць [1;2;10] американських дослідників фінансових ринків, які розглядали питання впливу суб'єктивних поведінкових чинників на зміну біржових котировань та дохідність різних фінансових інструментів.

Після цього значна кількість зарубіжних економістів почала активно займатися виявленням доказів ірраціональної поведінки інвесторів на фінансовому ринку, дослідженням її причин і аналізом взаємозв'язку між особистісними характеристиками інвестора та результативністю здійснюваних ним фінансових операцій.

Результатом цих досліджень стало формування поведінкових теорій та підтвердження існування ірраціональної поведінки учасників ринку. Вони логічно й аргументовано пояснюють будь-які розбіжності між теоретично передбачуваним сценарієм розвитку ситуації та фактичними подіями на практиці, а також відхилення досягнутих результатів від запланованих.

Успіх поведінкових фінансів у світовій та українській науково-дослідницькій сфері є беззаперечним. На сьогодні економістами опубліковано значну кількість наукових і навчальних робіт, присвячених аналізу ірраціональності поведінки учасників фінансового ринку та причин, що її викликають. Поведінкові фінанси визначаються як новий напрям фінансової науки, який відрізняється від класичних або традиційних фінансів підходом, що враховує психологічні та поведінкові чинники. З наукової сфери вони поступово проникли у систему освіти, закріпившись у навчальних планах програм фінансово-економічного профілю. Багато бізнес-шкіл пропонують короткострокові семінари та майстер-класи, спрямовані на опанування цієї дисципліни.

Водночас не всі поділяють оптимізм щодо цього нового напрямку науки. Критика поведінкових фінансів існувала з самого початку їх поширення, а останнім часом вона лише посилюється [3; 4; 10]. Найбільш переконані прихильники класичних фінансових теорій вважають, що учасники ринку насправді діють не настільки ірраціонально, як це стверджують прихильники поведінкових фінансів. Вони зазначають, що поведінка, яка спостерігається в межах проведених експериментів, не обов'язково буде відтворюватися у реальних ринкових ситуаціях. Відмінності між рішеннями та діями, продемонстрованими під час опитувань, і тими, що приймаються у реальних умовах, також можуть бути пояснені описаними психологічними чинниками. Таким чином, об'єктом критики стає базовий постулат про ірраціональність поведінки.

Однак, враховуючи багаторічний практичний досвід застосування поведінкових фінансів, а також досягнення суміжних наукових дисциплін, насамперед психології та соціології, можна стверджувати, що ірраціональність у тій чи іншій мірі дійсно притаманна поведінці людини у всіх сферах її діяльності.

Справді, серйозна та обґрунтована критика поведінкових фінансів стосується їх позиціонування як нового самостійного напрямку фінансової науки, що протиставляється класичним фінансам. Для розуміння суті цієї критики доцільно розглянути найвідоміші та часто згадувані теорії поведінкових фінансів, серед яких можна виділити: теорію перспектив; теорію поведінки інвесторів на фондовому ринку; теорію шумової торгівлі; теорію впливу психологічних якостей трейдера на ефективність здійснюваних ним операцій.

Теорія перспектив є результатом досліджень, проведених у 1980-х роках ізраїльсько-американськими психологами Д. Канеманом і А. Тверскі [5; 10], які вважаються основоположниками поведінкової економіки. Вона по суті спростовує сформульовану у 1944 році Джоном фон Нейманом та О. Моргенштерном теорію очікуваної корисності, яка лежить в основі багатьох моделей класичних фінансів. Головна ідея теорії перспектив полягає у доведенні ірраціональної поведінки інвесторів на фондовому ринку, що не відповідає припущенням традиційних фінансів.

Основою ірраціональності є три ключові психологічні властивості, які виділили автори, які притаманні більшості людей і які проявляються під час ухвалення рішень, пов'язаних із вкладенням капіталу в умових невизначеності та ризику, це: відраза до втрат (сильніша емоційна реакція на втрату, порівняно з радістю від отримання еквівалентного прибутку); схильність до визначеності (прагнення уникнути ризиків, навіть якщо це не завжди вигідно); нелінійність уподобань (нестабільність переваг залежно від формулювання ситуації – ефект фреймінгу).

Спираючись на ці властивості, теорія перспектив Д. Канемана і А. Тверські дозволяє пояснити й передбачити практично будь-які парадокси та аномалії у фінансах, які були виявлені за роки спостережень численними дослідниками фінансових ринків. Завдяки цьому теорія може використовуватися для прогнозування поведінки інвесторів та пояснення їхніх дій.

Однак її практичне застосування в управлінні інвестиційним портфелем ускладнюється індивідуалізацією рівня аналізу. Це впливає зі зміщення акценту з категорії «добробут інвестора» як основи функції корисності на суб'єктивні поняття «виграш» і «втрата», які різняться для різних індивідів і навіть для однієї людини в різних ситуаціях. Внаслідок цього неможливо виділити та описати універсальну оптимальну стратегію поведінки на ринку або запропонувати критерій «оптимальності», на основі якого можна було б оцінювати дії інвестора.

На основі теорії перспектив у наступні десятиліття було розроблено значну кількість теорій, які пояснюють ірраціональну поведінку інвесторів через їхні психологічні характеристики та поведінкові «ефекти», спростовуючи базові припущення класичних фінансів.

Однією з таких є модель «поведінки інвесторів на фондовому ринку», запропонована американським економістом А. Шлейфером [6; 10]. Основою цієї моделі є два ключові поведінкові фактори: консерватизм мислення та некоректне застосування теорії ймовірностей.

Модель А. Шлейфера кидає виклик гіпотезі ефективного ринку (ЕМН), розробленої Юджином Фама. Відповідно до ЕМН, ринок завжди прагне до ефективного стану, а ціни – до справедливого рівня. Однак модель А. Шлейфера доводить, що ринок часто не реагує адекватно на інформацію, а ціни на активи можуть значно відхилитися від їхньої справедливої вартості. На відміну від ЕМН, яка дозволяє використовувати поняття недооцінених і переоцінених активів для розробки інвестиційних стратегій, модель А. Шлейфера не надає інструментів для оцінки справедливої вартості акцій чи алгоритмів дій. Вона лише пояснює, чому інвестори отримують збитки замість очікуваного прибутку.

Таким чином, модель А. Шлейфера зосереджується на аналізі причин ірраціональної поведінки інвесторів, однак не дає практичних рекомендацій для розробки стратегій на ринку.

Термін «шумова торгівля» уперше з'явився у роботі Фішера Блека [7; 10] у 1986 році. Цей термін стосується торгівлі акціями, що базується не на достовірній та цінній інформації, а на так званому «шумі» – неперевіреніх даних, порадах некомпетентних «експертів», поверхневих новинах про компанії-емітенти, необґрунтованих очікуваннях тощо. Згідно з цією теорією, на ринку існують два типи учасників: раціональні та нераціональні (шумові) трейдери. Нераціональні трейдери, які займаються шумовою торгівлею, через свої дії зазнають збитків. У той час раціональні трейдери (яких також називають інформаційними) враховують поведінку шумових трейдерів, здійснюють торгівлю переважно з ними й отримують прибуток.

Теорія шумової торгівлі суперечить гіпотезі ефективного ринку, а також майже всім ключовим теоріям класичних фінансів. Згідно з гіпотезою ефективного ринку, ринкова ціна завжди відображає всю доступну інформацію. Натомість у межах теорії шумової торгівлі визнається, що ринкові ціни можуть значно відхилитися від справедливого рівня через дії шумових трейдерів. У той час як класичні теорії спрямовані на передбачення поведінки ринку й розробку оптимальних інвестиційних стратегій, теорія шумової торгівлі цього не забезпечує. Вона лише пояснює, чому фінансовий ринок функціонує з відхиленнями від теоретичних моделей.

Попри те, що теорія шумової торгівлі дозволяє краще зрозуміти багато явищ на фінансовому ринку, вона не надає інструментів для прогнозування поведінки ринку чи створення критеріїв оптимальної інвестиційної стратегії. Її основна роль полягає у

поясненні механізмів, за якими раціональні учасники отримують прибутки, а нерациональні – зазнають втрат.

Таким чином, теорія шумової торгівлі підкреслює значення ірраціональності в поведінці учасників ринку, пропонуючи альтернативний підхід до розуміння процесів, що відбуваються на фінансових ринках.

Теорія впливу психологічних якостей трейдера на ефективність здійснюваних ним операцій, сформована на основі численних досліджень результативності дій учасників фондових ринків [8–10], на відміну від попередніх підходів, пропонує трейдерам певний інструмент для досягнення успіху на фінансових ринках. Однак цей інструмент є суто індивідуальним і суб'єктивним, позбавленим кількісних критеріїв або конкретного алгоритму дій. Як показав аналіз значної кількості експериментів, між певними психологічними характеристиками трейдера та ефективністю його діяльності існує дуже висока кореляція, що наближається до одиниці.

Теорія підкреслює важливість розвитку психологічної стійкості та самоконтролю, що, своєю чергою, сприяє підвищенню ефективності трейдингових операцій і досягненню стабільних результатів на фінансових ринках.

Підсумовуючи все вище наведене, можемо зробити наступні висновки.

1. Поведінкові теорії базуються на спростуванні базових припущень класичних фінансових теорій і не мають власного альтернативного набору фундаментальних принципів чи постулатів. Вони переважно представляють великий обсяг емпіричних доказів ірраціональної поведінки учасників ринку, яку пояснюють як наслідок психологічних та емоційних характеристик особистості. Основна ідея поведінкових фінансів полягає в підтвердженні ролі психологічних чинників у формуванні ірраціональної поведінки ринкових учасників під час ухвалення фінансово-інвестиційних рішень. Водночас ці теорії не пропонують опису причинно-наслідкових зв'язків, механізмів поведінки ринкових учасників і не висувують гіпотез, які могли б стати основою для перевірюваних на практиці теорій.

2. На відміну від класичних фінансів, поведінкові фінанси не надають інвестору алгоритмів ухвалення рішень чи інструментів для оцінки очікуваних результатів навіть за певних умов і припущень. Вони визнають, що дії учасників фінансового ринку є ірраціональними, однак не пропонують стандартного набору ірраціональних дій у конкретних ситуаціях. Відповідно, не існує й не може бути створено моделі, яка б описувала це ірраціональне поведінкове відхилення та його результативність. Максимум, що можуть надати поведінкові фінанси інвестору, — це усвідомлення власної ірраціональності та ймовірність більшого успіху за наявності певних особистісних характеристик.

3. Поведінкові фінанси не пропонують інструментів для оцінки впливу дій одних ринкових учасників на інших, що унеможливує врахування таких взаємодій і прогнозування їхніх наслідків. У той же час інвестор може зіткнутися з небезпечною ілюзією (що пояснюється тими ж психологічними ефектами), ніби поведінкові фінанси є інструментом, який дозволяє пояснити та передбачити всі події, що відбувалися чи можуть статися на ринку.

4. Через зазначені обмеження поведінкові фінанси не мають перспективи стати альтернативною класичним фінансам системою наукового знання. Вони не здатні досягти заявленої мети – опису механізму функціонування фінансового ринку та прогнозування його результативності.

Таким чином, хоча поведінкові фінанси й надають цінне розуміння психологічних аспектів ухвалення рішень, вони залишаються переважно пояснювальними та не можуть стати основою для побудови повноцінних наукових моделей чи практичних інструментів у фінансовій діяльності.

Жоден із дослідників досі не зміг досягти значущих результатів у прогнозуванні поведінки фінансових ринків і їх учасників. При цьому поведінкові фінанси у своїй сутності заперечують можливість побудови подібних моделей, оскільки такі моделі

передбачають наявність певних стандартів поведінки у відповідних ситуаціях. Водночас варто зазначити, що класичні фінанси продовжують розвиватися, пропонуючи інвесторам нові інструменти для аналізу, оцінювання та розробки ефективних фінансово-інвестиційних стратегій. Наприклад, у сфері ціннісно-орієнтованого менеджменту, який останнім часом став затребуваним інструментом управління фінансами, особливо для компаній, що обрали інноваційний шлях розвитку, з'явилася низка нових підходів і методик. Ці підходи враховують складнощі ухвалення інвестиційних рішень, спрямованих на зростання вартості бізнесу в умовах невизначеності та ризику. Серед них можна виділити: методи, що базуються на теорії реальних опціонів [5]; інструменти використання ковенантів для зниження інвестиційного ризику [6]; різноманітні моделі диверсифікації бізнесу, спрямовані на підвищення його вартості [7]; інструменти інвестиційного кредитування та проектного фінансування [8].

Усі ці інструменти побудовані на припущеннях класичних фінансових теорій, однак вони дозволяють враховувати та знижувати рівень ризику, пов'язаного з ірраціональними діями окремих учасників ринку та непередбачуваністю їх поведінки у конкретних ситуаціях.

**Висновки.** На підставі викладеного можна зробити висновок, що поведінкові фінанси некоректно визначати як самостійний напрям фінансової науки, а тим більше як альтернативу традиційним фінансам. Поведінкові фінанси є складовою частиною класичних фінансів, їх невіддільним елементом, який доповнює класичні фінансові теорії. Вони дають змогу інвестору ефективніше використовувати ці теорії, розробляючи інвестиційні стратегії та тактики з урахуванням досягнень економічних, соціальних і психологічних досліджень.

За допомогою теорій поведінкових фінансів, інтегрованих із класичними фінансовими моделями, кожен інвестор може: оцінити, наскільки ризикованим учасником ринку він є; зрозуміти, чи дають його особистісні якості шанс на успіх на фондовому ринку; усвідомити, яким ілюзіям і когнітивним ефектам він схильний та які наслідки це може мати.

#### Список використаних джерел:

1. Bondt W., Thaler R. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. P. 793–808.
2. Shefrin H., Statman M. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long. *Theory and Evidence Journal of Finance*. 1985. Vol. 40. P. 777–790.
3. O'Barr W.M., Conley J.M. Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing. N.Y.: McGraw-Hill, 1992. P. 13.
4. Beunza D., Stark D. From Dissonance to Resonance. *Cognitive Interdependence in Quantitative Finance*. 2011.
5. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*. 1979. Vol. 47. P. 263–291.
6. Shleifer A. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
7. Black F. Noise. *The Journal of Finance*. 1986. Vol. 41. P. 529–543.
8. Bernstein J. *The Investor's Quotient: The Psychology of Successful Investing in Commodities & Stocks*. N.Y.: Wiley, 1993.
9. Rottella R. *The Elements of Successful Trading*. N.Y.: Wiley, 1993.
10. Повод Т. Поведінкові фінанси: сутність та підходи до визначення. *Таврійський науковий вісник. Серія: Економіка*. 2022. № (14). С. 102–109. DOI: <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2022.14.13> (дата звернення 25.11.2024).

#### References:

1. Bondt W., Thaler R. (1985) Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 793–808.
2. Shefrin H., Statman M. (1985) The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long. *Theory and Evidence Journal of Finance*, vol. 40, pp. 777–790.

3. O'Barr W. M., Conley J. M. (1992) *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. N.Y.: McGraw-Hill, p. 13.
  4. Beunza D., Stark D. (2011) *From Dissonance to Resonance. Cognitive Interdependence in Quantitative Finance*.
  5. Kahneman D., Tversky A. (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, pp. 263–291.
  6. Shleifer A. (2000) *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
  7. Black F. (1986) Noise. *The Journal of Finance*, vol. 41. pp. 529–543.
  8. Bernstein J. (1993) *The Investor's Quotient: The Psychology of Successful Investing in Commodities & Stocks*. N.Y.: Wiley.
  9. Rottella R. (1993) *The Elements of Successful Trading*. N.Y.: Wiley.
  10. Povod T. (2022) Povedinkovi finansy: sutnist' ta pidkhody do vyznachennya [Behavioral finance: essence and approaches to definition]. *Tavriys'kyi naukovyy visnyk. Seriya: Ekonomika*, no. (14), pp. 102–109. <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2022.14.13> (in Ukrainian)
-