

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

DOI: [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2024-1\(28\)-309-328](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2024-1(28)-309-328)

УДК 330.322.01:330.16

JEL Classification: E22; G4

Олена Вікторівна Шишкіна

доктор економічних наук, доцент,
професор кафедри фінансів, банківської справи та страхування,
Національний університет «Чернігівська політехніка» (м. Чернігів, Україна).
E-mail: shyshkina.olena.v@gmail.com. ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-8946-1027>
ResearcherID: [F-3208-2014](https://orcid.org/0009-0001-6680-0970). Scopus Author ID: [58995081900](https://orcid.org/0009-0001-6680-0970)

Ігор Анатолійович Борисенко

аспірант

Національний університет «Чернігівська політехніка» (м. Чернігів, Україна).
E-mail: borisenko@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-6680-0970>

**ТЕОРЕТИКО-ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ ДОСЛІДЖЕННЯ ТЕОРІЙ
ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОВЕДІНКИ**

Анотація. У статті досліджено теоретико-прикладні аспекти класичних та сучасних теорій інвестиційної поведінки. Охарактеризовано основні концептуальні положення цих теорій, кожна з яких має власні унікальні характеристики та підходи до ухвалення рішень, а також властиві їм переваги, недоліки й обмеження застосування. Встановлено, що класичні теорії інвестиційної поведінки, до яких належать теорія раціональних очікувань, гіпотеза ефективного ринку, теорію портфеля Марковіца, капітальна теорія оцінки активів та теорія арбітражного ціноутворення акцентують увагу на раціональних аспектах ухвалення рішень, припускаючи, що інвестори діють виключно логічно та використовують усю доступну інформацію для максимізації своїх прибутків. Обґрунтовано, що сучасні теорії, такі як поведінкова економіка, теорія перспектив, гіпотеза адаптивних ринків, теорія обмеженої раціональності допомагають пояснити ринкові аномалії та нестабільності, які важко передбачити за допомогою традиційних моделей. Виявлено, що між класичними й сучасними теоріями є щільний зв'язок, з огляду на це проведено порівняння класичних та сучасних теорій інвестиційної поведінки за різними критеріями.

Ключові слова: теорії інвестиційної поведінки; раціональні очікування; ефективний ринок оцінка активів; арбітражне ціноутворення; поведінкова економіка; теорія перспектив; адаптивні ринки; обмежена раціональність.

Табл.: 3. Бібл.: 17.

Постановка проблеми. В умовах глобалізації та високої волатильності фінансових ринків проблема дослідження поведінки інвесторів набуває особливої актуальності. Знання і розуміння теорій інвестиційної поведінки формує базис аналізу ринкової динаміки, вибір методологіч-

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

них інструментів та моделей для оцінки стану, структури й динаміки розвитку ринків, забезпечує розуміння механізмів прийняття інвестиційних рішень, а також визначає результативність формування та/або вдосконалення існуючих фінансових стратегій і розробки нових підходів в інвестиційній діяльності. Вивчення зазначених теорій дозволяє врахувати як раціональні, так і ірраціональні аспекти поведінки інвесторів, що є ключовим у контексті забезпечення ефективності, стабільності та прозорості фінансових ринків в умовах цифровізації фінансової сфери.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Останні десятиліття стали періодом активного розвитку та поглиблення наукових досліджень, які стосуються інвестиційної поведінки. Наукові роботи, яким науковий світ завдячує кращому зрозумінню механізмів ухвалення рішень на фінансових ринках, належать багатьом ученим, з-поміж яких визначальне місце належить авторам класичних і сучасних теорій інвестиційної поведінки, а саме: Д. Канеману [4], Е. Ло [6; 7], Р. Лукасу [8], Б. Малкієлу [9], Г. Марковіцу [1; 10; 17], Д. Муту [11], С. Россу [12; 13], Г. Саймону [15], А. Тверські [4], Ю. Фаму [2], В. Шарпу [14] та ін.

Аналіз досліджень та публікацій показує, що інвестиційна поведінка є складною взаємодією численних раціональних, ірраціональних, когнітивних та соціальних факторів. Поєднання класичних і сучасних теорій дає можливість отримати більш повну картину функціонування і розвитку фінансових ринків та поведінки інвесторів у процесі ухвалення рішень. Це дозволяє розробляти нові інструменти для прогнозування ринкових трендів та створення ефективних інвестиційних стратегій, які враховують як економічні, так і поведінкові аспекти, що потребує додаткового наукового опрацювання.

Виділення недосліджених частин загальної проблеми. Класичні теорії інвестиційної поведінки довели свою прикладну ефективність, однак на сьогодні певні обмеження їх застосування в сучасному контексті розвитку фінансових ринків набувають суттєвого значення. Сучасні національні та світові фінансові ринки зазнають постійних перетворень через глобальні економічні події, зміни в регуляторних політиках та розробку і впровадження технологічних інновацій.

У таких умовах виникає необхідність переосмислення класичних теорій інвестиційної поведінки та їх адаптації до нових реалій. Сучасні підходи, включаючи поведінкові фінанси та фінтех, пропонують нові

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

методи та інструменти для удосконалення інвестиційних стратегій. Дослідження синтезу цих підходів є вкрай актуальним для створення більш ефективних фінансових моделей, що робить дане наукове дослідження в умовах сьогодення доречним і важливим.

Метою статті є дослідження є вивчення теоретико-прикладних аспектів класичних та сучасних теорій інвестиційної поведінки, аналіз їх переваг, недоліків, ефективності та можливостей практичного застосування в умовах сучасних фінансових ринків.

Виклад основного матеріалу. Фінансові ринки є складними й динамічними системами, численні учасники яких вирізняються суттєвими різницями в рівні професійних знань, мотивації, цілях і стратегіях розвитку. В умовах розвитку сучасних фінансових ринків взаємодія між інвесторами, з питань інвестицій у фінансові і реальні активи стає все більш складною, а розуміння поведінки інвесторів набуває критичної важливості. Знання про те, як інвестори ухвалюють рішення, усвідомлення факторів, які впливають на їхню поведінку та застосування прогнозних моделей, які можуть передбачати ринкову динаміку, є ключовими для фінансової грамотності, ефективного управління активами й розробки регуляторної політики в інвестиційній сфері.

Класичні теорії інвестиційної поведінки, які з'явилися у середині ХХ століття, заклали основи аналізу рішень інвесторів щодо купівлі, продажу та утримання активів, оцінки ризиків та прибутковості вкладень, а також створення прогнозів для реагування на зміну ринкових умов.

Класичні теорії інвестиційної поведінки, до яких належать Теорія раціональних очікувань, Гіпотеза ефективного ринку ((Efficient Market Hypothesis, EMH), Теорія портфеля Марковіца, Капітальна теорія оцінки активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) та Теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, APT) акцентують увагу на раціональних аспектах ухвалення рішень, припускаючи, що інвестори діють виключно логічно та використовують усю доступну інформацію для максимізації своїх прибутків [1; 2; 5; 9; 10; 11; 12-15; 17]. Основні концептуальні положення зазначених теорій, кожна з яких має власні унікальні характеристики та підходи до ухвалення рішень, а також властиві їм переваги, недоліки, обмеження, узагальнено в табл. 1.

Таблиця 1

Основні концептуальні положення класичних теорій інвестиційної поведінки

Теорія	Сутність	Засновники та послідовники теорії	Переваги	Недоліки	Обмеження
1	2	3	4	5	6
Теорія раціональних очікувань	Інвестори використовують всю доступну інформацію для прогнозування майбутніх подій і раціонально коригують свої рішення.	Засновники: Джон Мут, Роберт Лукас Послідовники: Томас Сарджент, Едвард Прескотт	Висока точність прогнозів, ефективність ринку. Аномалії на ринку швидко коригуються	Ігнорує психологічні та соціальні фактори	Вимагає доступу до повної інформації, що не завжди можливо
Гіпотеза ефективного ринку (ЕМН)	Ціни активів відображають всю доступну інформацію, що унеможлиблює стабільне перевищення ринку.	Засновники: Юджин Фама Послідовники: Бертон Малкіел	Пояснює поведінку ринків, підтверджена емпіричними дослідженнями	Ігнорує аномалії та поведінкові фактори	Може не враховувати інсайдерську інформацію
Теорія портфеля Марковіца	Оптимізація портфеля для максимізації очікуваної прибутковості при мінімальному ризику.	Засновники: Гаррі Марковіц Послідовники: Вільям Шарп, Мендельсон Грінам	Використовує математичні моделі для визначення комбінацій активів, що забезпечують найкращий баланс між ризиком та прибутковістю. Диверсифікація знижує ризик, математична обґрунтованість	Вимагає точних оцінок ризику та прибутковості	Складність у застосуванні для великої кількості активів

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Продовження таблиці 1

1	2	3	4	5	6
Капітальна теорія оцінки активів (CAPM)	Очікувана прибутковість активу визначається його систематичним ризиком (бета).	Засновники: Вільям Шарп, Джон Літнер Послідовники: Юджин Фама, Кеннет Френч	Простота використання, застосування в практичних інвестиціях	Базується на спрощених припущеннях.	Ігнорує множинні фактори ризику. Модель припускає, що інвестори мають однакові очікування щодо майбутньої прибутковості активів та вибирають портфелі на основі ризику та прибутковості.
Теорія арбітражного ціноутворення (АРТ)	Ціни активів залежать від кількох факторів, а не тільки від ринкового ризику.	Засновники: Стівен Росс Послідовники: Річард Ролл, Стівен Бернстайн	Гнучкість моделі, врахування множинних факторів	Складність у визначенні факторів	Вимагає детального аналізу різних факторів. Інвестори можуть формувати портфелі для мінімізації несприятливих факторів і максимізації прибутків

Джерело: розроблено авторами на основі [1; 2; 5; 9; 10; 11; 12-15; 17].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Теорія раціональних очікувань стверджує, що економічні агенти (інвестори, споживачі, виробники) роблять прогнози майбутніх економічних змін на основі всебічного аналізу масиву доступної інформації і раціонально підходять до прийняття та коригування своїх рішень відповідно до цих прогнозів. При цьому економічні агенти формують свої очікування на основі існуючих економічних теорій та моделей, що робить їхні прогнози не випадковими та/або ірраціональними, а точними й логічно обґрунтованими. Така поведінка інвесторів впливає на ринкові ціни та мінімізує ефекти непередбачуваних змін в економічній політиці.

Гіпотеза ефективного ринку є однією з фундаментальних концепцій у фінансах, яка описує реагування ринків на інформацію, а також формування цін на фінансові активи, що робить неможливим систематичне отримання надлишкових прибутків за рахунок аналізу публічної інформації. Зазначена гіпотеза визначає три форми ефективності ринку:

- слабку (ціни активів відображають всю історичну інформацію, однак інвестори не можуть отримати прибуток, ґрунтуючись на аналізі минулих цін);

- напівсильну (ціни активів відображають всю публічну інформацію, включаючи фінансові звіти та новини, але інвестори не можуть отримати прибуток, використовуючи фундаментальний аналіз, оскільки всі публічні дані вже відображені в цінах);

- сильну (ціни активів відображають всю інформацію, включаючи інсайдерську, однак жоден інвестор, навіть із доступом до інсайдерської інформації, не може стабільно отримувати надприбутки).

Гіпотеза ефективного ринку стверджує, що ринки є інформаційно ефективними, а ціни активів повністю відображають всю доступну інформацію, що унеможливорює стабільне отримання надприбутків шляхом аналізу публічної інформації або історичних даних. Зважаючи на це, гіпотеза ефективного ринку є предметом дискусій, однак при цьому вона залишається ключовою концепцією у фінансовій теорії та впливає на підходи до інвестування та ринкового регулювання.

Теорія портфеля Гаррі Марковіца є ще однією фундаментальною фінансовою теорією, яка зосереджується на формуванні інвесторами оптимальних портфелів, розташованих на ефективній межі,

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

тобто таких, які дають можливість отримати найвищу очікувану прибутковість для кожного рівня ризику або мінімальний ризик для заданої прибутковості, забезпечуючи тим самим найкращий баланс між ризиком та прибутковістю.

Ця теорія використовує математичні моделі для оптимізації портфеля, тобто визначення комбінацій диверсифікованих активів, які представляють найкращі можливі комбінації ризику та прибутковості. Таким чином, теорія Марковіца пропонує інвесторам інструменти для балансування ризику і прибутковості, що є основою для багатьох сучасних методів управління інвестиціями.

Капітальна теорія оцінки активів використовується для визначення очікуваної прибутковості активу з урахуванням його ризику порівняно із загальним ринковим ризиком. Застосування фінансової моделі CAPM для ухвалення інвестиційних рішень допомагає інвесторам оцінити, чи є актив недооціненим або переоціненим. Ухвалення інвесторами рішень у ході застосування CAPM ґрунтується на основі визначення безризикової ставки прибутковості (ставки, яка не несе жодного ризику невиконання зобов'язань і зазвичай представляється у вигляді дохідності державних облігацій короткострокового періоду), ринкової ризикової премії (додаткової прибутковості, яку інвестори вимагають за утримання ризикового активу замість безризикового), лінії ринку цінних паперів (залежністю між очікуваною прибутковістю активу і його систематичним ризиком). Незважаючи на те, що ця фінансова модель враховує тільки систематичний ризик, який пов'язаний із такими загальними ринковими факторами (економічні зміни, політична стабільність тощо) і його не можна уникнути шляхом диверсифікації портфеля (на противагу несистематичному, який можна усунути за допомогою диверсифікації), CAPM надає основу для ухвалення інвестиційних рішень і управління портфелем й допомагає інвесторам визначити, які активи є привабливими для інвестування.

Теорія арбітражного ціноутворення стала, по суті, альтернативою капітальної теорії оцінки активів і пропонує модель, яка заснована на концепції арбітражу, враховує множинні фактори (інфляцію, зміни процентних ставок, рівень економічного зростання), що здатні впливати на прибутковість активу.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

АРТ ґрунтується на ідеї, що на ринку не може існувати стійкий арбітражний прибуток, оскільки ринкові сили швидко усувають таку можливість. Арбітраж же передбачає безризикове отримання прибутку через експлуатацію диспропорцій у цінах активів. Щодо врахування систематичного й несистематичного ризику, то АРТ відокремлює систематичний ризик, який впливає на всі активи й відповідно винагороджується, від несистематичного, який впливає лише на окремі активи й підлягає усуненню через диверсифікацію.

Отже, АРТ не обмежується твердими припущеннями CAPM, дозволяє адаптувати модель до різних ринкових умов, пропонує гнучкий підхід до оцінки вартості активів, враховуючи множинні фактори ризику. Таким чином, АРТ забезпечує інвесторів більш складним інструментом для аналізу та прогнозування прибутковості активів, базуючись на концепції арбітражу та ринкової ефективності.

Таким чином, дослідження сутності і сфери застосування класичних теорій інвестиційної поведінки доводить їхню значущість і важливість для врахування інвесторами у процесі ухвалення рішень. Саме вони забезпечують основу для кількісного аналізу, побудови оптимальних портфельів та регулювання ринків.

Класичні теорії забезпечують базові принципи та інструменти для оцінки вартості активів, аналізу й оцінки ризиків і визначання очікуваної прибутковості. Наприклад, CAPM широко застосовується для розрахунку очікуваної прибутковості активів та оцінки вартості капіталу. Таким чином, класичні теорії формують основу для кількісного фінансового аналізу, який використовується в повсякденній практиці інвесторів, аналітиків і фінансових консультантів.

Важливим інструментом для створення диверсифікованих інвестиційних портфельів продовжує бути теорія портфеля Марковіца, застосування якої дозволяє інвесторам оптимізувати свої портфелі, встановити ефективну межу й максимізувати очікувану прибутковість при заданому рівні ризику.

Гіпотеза ефективного ринку наразі є основою для формування регуляторних політик, спрямованих на забезпечення прозорості та ефективності фінансових ринків. Застосування основних концептуальних положень цієї класичної теорії допомагає регуляторам розробляти й запроваджувати правила та норми, що сприяють зменшенню

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

інформаційної асиметрії та маніпуляцій на ринку. Одночасно фінансові регулятори використовують теорію раціональних очікувань для прогнозування економічних змін та ухвалення монетарних рішень.

Попри безумовні переваги та широку сферу застосування, варто зауважити й певну ідеалізованість класичних підходів до оцінки процесів, що відбуваються на сучасних фінансових ринках. Оскільки реальна поведінка інвесторів часто відрізняється від ідеалізованих моделей класичних теорій, виникла потреба в подальших дослідженнях у фінансово-інвестиційній сфері, що спричинило появу сучасних теорій інвестиційної поведінки, які враховують психологічні, соціальні та поведінкові фактори.

Сучасні теорії, такі як поведінкова економіка (Behavioral Economics), теорія перспектив (Prospect Theory), гіпотеза адаптивних ринків (Adaptive Markets Hypothesis), теорія обмеженої раціональності (Bounded Rationality) зосереджуються на тому, як емоції, когнітивні упередження та обмежена раціональність впливають на прийняття рішень інвесторами. Вони допомагають пояснити ринкові аномалії та нестабільності, які важко передбачити за допомогою традиційних моделей. Узагальнені характерні особливості сучасних теорій інвестиційної поведінки представлені в табл. 2.

Теорія поведінкової економіки вивчає вплив психологічних, соціальних та когнітивних факторів на економічні рішення індивідів (у тому числі інвесторів) і організацій (фінансових посередників). На протигагу традиційному уявленню про раціональність економічних агентів, яке є основою класичних економічних моделей, поведінкова економіка пропонує більш реалістичний підхід до аналізу поведінки людей на ринках. Основна ідея поведінкової економіки в контексті інвестиційної поведінки полягає в тому, що інвестори часто ухвалюють рішення на основі обмеженої раціональності, упереджень (ефекту прив'язки, ефекту доступності, упереджень підтвердження, надмірної самовпевненості тощо) і емоцій (страху, оптимізму, паніки тощо), що призводить до ринкових аномалій та відхилень від раціональних моделей.

Теорія поведінкової економіки намагається пояснити чому економічні агенти можуть діяти ірраціонально і як це впливає на ринкові результати та пропонує нові способи моделювання поведінки учасників фінансових ринків.

Таблиця 2

Основні концептуальні положення сучасних теорій інвестиційної поведінки

Теорія	Сутність	Засновники та послідовники теорії	Переваги	Недоліки	Обмеження
Поведінкова економіка	Інвестори часто приймають ірраціональні рішення через психологічні упередження.	Засновники: Даніель Канеман, Амос Тверські Послідовники: Річард Талер, Роберт Шиллер	Враховує психологічні та соціальні фактори, пояснює аномалії	Відсутність математичної строгості	Складність в інтеграції з традиційними моделями
Теорія перспектив (Prospect Theory)	Інвестори оцінюють виграші та втрати відносно референтної точки, а не абсолютних результатів.	Засновники: Даніель Канеман, Амос Тверські Послідовники: Річард Талер, Дейвид Канеман	Пояснює ірраціональні рішення, враховує ризик	Складність у моделюванні поведінки	Відсутність універсальної референтної точки
Гіпотеза адаптивних ринків	Ринки є адаптивними системами, де інвестори еволюціонують та адаптуються до змін.	Засновники: Ендрю Ло Послідовники: Блейк Лепперел, Річард Пітерсон	Враховує еволюційні процеси, пояснює аномалії	Відсутність конкретних математичних моделей	Складність у прогнозуванні
Теорія обмеженої раціональності	Інвестори приймають рішення в умовах обмеженої інформації та обмежених можливостей обробки інформації.	Засновники: Герберт Саймон Послідовники: Джеймс Марч, Річард Сайп	Враховує реальні обмеження, пояснює неефективність ринків	Недостатня точність прогнозів	Відсутність універсальних моделей

Джерело: розроблено авторами на основі [4; 5; 10; 12-15].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Теорія перспектив пояснює, як люди ухвалюють рішення в умовах невизначеності, підкреслюючи відмінності між реальними поведінковими рішеннями й тими, які прогнозуються класичними економічними теоріями раціонального вибору. Теорія стверджує, що люди оцінюють можливі результати відносно певної референтної точки, тобто поточної ситуації або очікуваного стану, і надають більшу вагу потенційним втратам, ніж аналогічним за розміром виграшам. За концептуальними положеннями теорії, як виграші, так і втрати вимірюються як відхилення від цієї точки, при цьому чутливість до змін є, по суті, асиметричною – з віддаленням від неї чутливість зменшується і навпаки.

Теорія перспектив також достатньо ґрунтовно розглядає питання асиметричного ставлення до ризику. Зокрема автори теорії стверджують, що люди схильні уникати ризику при можливості отримання виграшу і, навпаки, готові ризикувати, щоб уникнути втрат. Це означає, що при прийнятті рішень в умовах невизначеності ті ж інвестори зазвичай намагаються уникати ризику, якщо йдеться про потенційний виграш, але готові ризикувати, щоб уникнути втрат, тобто на їх думку втрати відчуються більш інтенсивно, ніж виграші тієї ж величини. Автори доводять, що «...люди часто готові витратити більше зусиль, щоб уникнути втрат, ніж щоб отримати виграші. Зазвичай, втрати мають приблизно у 2-2,5 рази більший психологічний вплив, ніж виграші аналогічного розміру» [4].

Ґрунтуючись на основних концептуальних положеннях цієї теорії варто зазначити, що на ухвалення інвестиційних рішень здатні вплинути:

– спосіб представлення інформації, оскільки одне й те ж рішення може бути сприйняте по-різному залежно від того, чи представлено воно як виграш (прибуток) чи втрата (збиток), що впливає на вибір цієї чи іншої дії інвестора;

– наявні наявні альтернативи, оскільки інвестори часто порівнюють доступні варіанти з альтернативами, що змінює їхню оцінку вартості й ризиків.

Таким чином, теорія перспектив має інноваційний погляд на ухвалення рішень, на протиположний традиційним моделям раціонального вибору враховує психологічні та поведінкові аспекти, підкреслює значення референтних точок, асиметрії у сприйнятті виграшів і втрат, що дозволяє краще зрозуміти прийняття інвесторами на перший погляд ірраціональних рішень, а також того, як ці рішення можуть впливати на економічні та фінансові результати.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Гіпотеза адаптивних ринків була запропонована як еволюційна альтернатива гіпотезі ефективного ринку й об'єднала концепції з фінансів та еволюційної біології, стверджуючи, що фінансові ринки є адаптивними системами, у яких поведінка інвесторів еволюціонує під впливом змінних економічних і ринкових умов. Основна ідея гіпотези адаптивних ринків полягає в тому, що інвестори не завжди діють раціонально, а їхні стратегії та поведінка змінюються з часом у відповідь на зміни в навколишньому середовищі та наявності інформації, що впливає на ефективність ринків. Основні концептуальні положення теорії:

– конкуренція між інвесторами та зміна ринкових умов спричинюють природний відбір стратегій, у результаті чого ринкові стратегії, які демонструють кращі результати, зберігаються та розвиваються, тоді як менш ефективні зникають;

– ефективність ринків може змінюватися з часом, в залежності від рівня конкуренції та доступності інформації;

– інвестори можуть діяти раціонально в одному контексті та ірраціонально – в іншому, залежно від їхньої здатності адаптуватися.

Отже, гіпотеза адаптивних ринків об'єднує традиційні фінансові теорії з поведінковими аспектами й дозволяє краще зрозуміти специфічні аспекти реагування інвесторів на невизначеність і зміни, які відбуваються на фінансових ринках. Ця гіпотеза сприяє розвитку нових моделей прогнозування та управління, які враховують складність і динамічність фінансових ринків.

Теорія обмеженої раціональності була розроблена як альтернатива класичній теорії раціонального вибору. Її сутність полягає у тому, що економічні агенти (інвестори, споживачі, менеджери) прагнуть приймати раціональні рішення, але їх реальна поведінка індивідів часто відрізняється від ідеальної раціональності через обмежені когнітивні (обмеженість пам'яті, уваги, обчислювальних здібностей) та інформаційні фактори (недоступність чи висока вартість інформації тощо).

Основна ідея теорії полягає в тому, що замість оптимізації, люди зазвичай намагаються знайти задовільні рішення, які є «достатньо хорошими» у даних обставинах, але не є оптимальними. Це призводить до прийняття субоптимальних рішень, які враховують як індивідуальні когнітивні обмеження, так і специфіку середовища, але не максимізують вигоду. При цьому теорія обмеженої раціональності допомагає зрозуміти складність реальних економічних і соціальних процесів, враховуючи обмеження, з якими стикаються інвестори у своїх рішеннях.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Проведене дослідження дозволяє констатувати, що між класичними й сучасними теоріями є щільний зв'язок, але для того, щоб краще зрозуміти відмінності між цими підходами та їхніми застосуваннями у фінансових дослідженнях і практиці, порівняємо класичні та сучасні теорії інвестиційної поведінки за різними критеріями, включаючи основні положення, підхід до інвесторів, методи аналізу, ефективність ринків, фактори ризику, прогнозування, практичне застосування, обмеження, представників, переваги та недоліки (табл. 3).

Таблиця 3

Порівняння класичних та сучасних теорій інвестиційної поведінки

Критерій	Класичні теорії	Сучасні теорії
1	2	3
Основні положення	Інвестори діють раціонально, прагнуть максимізувати прибуток, ринки ефективні.	Інвестори часто діють ірраціонально через психологічні упередження, ринки можуть бути неефективними.
Основні теорії	Теорія раціональних очікувань, Гіпотеза ефективного ринку (EMH), Теорія портфеля Марковіца, CAPM, APT	Поведінкова економіка, Теорія перспектив, Гіпотеза адаптивних ринків, Теорія обмеженої раціональності
Підхід до інвесторів	Інвестори як раціональні агенти з повною інформацією.	Інвестори як агенти з обмеженою раціональністю та психологічними упередженнями.
Моделі прийняття рішень	Математичні моделі, засновані на раціональних очікуваннях і статистиці.	Моделі, що враховують психологічні та емоційні фактори, емпіричні дослідження.
Інформаційна ефективність ринків	Ринки ефективні, ціни відображають усю доступну інформацію.	Ринки можуть бути неефективними, ціни не завжди відображають всю доступну інформацію.
Основні методи аналізу	Кількісний аналіз, статистичні моделі, математичне програмування.	Якісний аналіз, експерименти, емпіричні дослідження, психологічні тести.
Фактори ризику	Врахування лише економічних факторів ризику.	Врахування як економічних, так і психологічних, соціальних факторів ризику.
Прогнозування ринкової поведінки	Базується на раціональних моделях та історичних даних.	Враховує непередбачуваність через психологічні та поведінкові аспекти.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Закінчення табл. 3

1	2	3
Формування інвестиційних стратегій	Класичні теорії дозволяють інвесторам створювати оптимальні портфелі на основі раціональних моделей, що враховують ризик та очікувану прибутковість	Сучасні теорії враховують психологічні та поведінкові аспекти, що дозволяє розробляти інвестиційні стратегії, які зменшують вплив емоційних та когнітивних упереджень на ухвалення рішень
Регулювання та політика	Класичні теорії забезпечують основи для формування регуляторної політики, спрямованої на забезпечення прозорості та ефективності ринків	Сучасні теорії допомагають регуляторам враховувати поведінкові аспекти, що може сприяти розробці політик, спрямованих на зменшення ризиків, пов'язаних з ірраціональною поведінкою інвесторів
Практичне застосування	Використовується для побудови оптимальних портфелів, оцінки вартості активів.	Використовується для розуміння ринкових аномалій, розробки політик фінансової грамотності.
Обмеження	Ігнорують психологічні та соціальні фактори, базуються на ідеалізованих припущеннях.	Складність інтеграції з класичними моделями, недостатня математична строгість.
Переваги	Висока точність і обґрунтованість моделей, застосування в практичних інвестиціях.	Враховують реальні поведінкові аспекти, пояснюють ринкові аномалії, інноваційні підходи.
Недоліки	Базуються на ідеалізованих припущеннях, можуть не враховувати всіх реальних умов.	Відсутність універсальних моделей, складність у прогнозуванні та моделюванні.
Адаптація до цифрової економіки	В умовах цифрової економіки швидкість і обсяг інформації, доступної інвесторам, значно зросли. Класичні теорії забезпечують базові підходи до аналізу ринку, які можуть бути адаптовані до нових технологічних умов	Сучасні теорії дозволяють краще зрозуміти, як цифрові платформи та соціальні медіа впливають на поведінку інвесторів, що є критично важливим для розробки нових моделей та інструментів аналізу
Освіта та фінансова грамотність	Вивчення класичних теорій є важливим компонентом фінансової освіти, що забезпечує студентів фундаментальними знаннями про ринки та інвестиції	Сучасні теорії додають до цього розуміння психологічних аспектів фінансових рішень, що сприяє підвищенню загальної фінансової грамотності та здатності інвесторів ухвалювати обґрунтовані рішення

Джерело: розроблено авторами на основі [1-17].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Теоретико-прикладні аспекти дослідження як класичних, так і сучасних теорій інвестиційної поведінки не тільки забезпечує глибоке розуміння механізмів ринкової поведінки, але і пропонує практичні інструменти для аналізу, прогнозування та формування інвестиційних стратегій. Врахування як раціональних, так і ірраціональних аспектів поведінки інвесторів є ключовим для забезпечення ефективності, стабільності та прозорості фінансових ринків в умовах світової цифровізації фінансових процесів і ринків.

Висновки і пропозиції. Дослідження класичних та сучасних теорій інвестиційної поведінки надає важливі інструменти як для розуміння складних механізмів ухвалення рішень на фінансових ринках, так і для оцінки поведінки інвесторів з різних перспектив, враховуючи як раціональні, так і ірраціональні фактори.

Проведене наукове дослідження дозволило авторам дійти до таких висновків:

1. Еволюція теорій спричинила значне розширення поглядів на поведінку інвесторів. Нині, класичні теорії інвестиційної поведінки забезпечують основу для розуміння раціонального вибору та ринкової ефективності, а сучасні теорії – враховують психологічні аспекти, які часто ігноруються класичними моделями, що дозволяє виявити й пояснити аномалії та ірраціональні рішення, які виникають у реальних умовах.

2. Врахування психології і соціології у вивчення інвестиційної поведінки сприяє кращому розумінню того, як когнітивні упередження, емоції та соціальні фактори здатні впливати на ухвалення економічних рішень.

3. Кожна окрема теорія не може повністю охопити всі аспекти інвестиційної поведінки. Так, класичні моделі поведінки можуть бути надмірно спрощеними, тоді як поведінкові – складними для кількісної оцінки. Це вимагає інтеграції різних підходів для створення більш комплексних і гнучких моделей, здатних враховувати зміни в навколишньому середовищі.

4. Прикладне застосування теорій інвестиційної поведінки допомагає розробляти ефективні стратегії управління, які враховують не тільки економічні фактори, але й поведінкові упередження інвесторів, що дозволяє мінімізувати ризики та максимізувати прибутковість інвестицій.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

Таким чином, дослідження теоретико-прикладних аспектів інтеграції класичних підходів з сучасними технологіями та поведінковими фінансами може значно підвищити ефективність інвестиційних стратегій та управління ризиками, що є критично важливим для інвесторів та фінансових менеджерів на фінансових ринках.

Список використаних джерел

1. Fabozzi F. J. Portfolio selection [Electronic resource] / F. J. Fabozzi, H. M. Markowitz, F. Gupta // *The Theory and Practice of Investment Management*. – 2011. – Pp. 45-78. – Accessed mode: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=8a07a080384061d6ecd4d3263a7476075b0b7a8f>.
2. Fama E. F. Efficient capital markets [Electronic resource] / E. F. Fama // *Journal of finance*. – 1970. – Vol. 25(2). – Pp. 383-417. – Accessed mode: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.7208/9780226426983-007/pdf?licenseType=restricted>.
3. Kahneman D. Fast and slow thinking [Electronic resource] / D. Kahneman // Allen Lane and Penguin Books. – New York, 2011. – Accessed mode: https://durmonski.com/wp-content/uploads/2021/09/Think_Workbook_005.pdf.
4. Kai-Ineman D. A. N. I. E. L. Prospect theory: An analysis of decision under risk [Electronic resource] / D. A. N. I. E. L. Kai-Ineman, A. Tversky // *Econometrica*. – 1979. – Vol. 47(2). – Pp. 363-391. – Accessed mode: <http://hassler-j.iies.su.se/COURSES/NewPrefs/Papers/KahnemanTversky%20Ec%2079.pdf>.
5. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets [Electronic resource] / J. Lintner // *Stochastic optimization models in finance*. – Academic Press, 1965. – Pp. 131-155. – Accessed mode: <https://finance.martinsewell.com/capm/Lintner1965a.pdf>.
6. Lo A. Adaptive markets: Financial evolution at the speed of thought [Electronic resource] / A. W. Lo. – Princeton University Press, 2017. – Accessed mode: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9781400887767/html>.
7. Lo A. W. The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective [Electronic resource] / A. W. Lo // *Journal of Portfolio Management*, Forthcoming. – 2004. – Vol. 30(5). – Pp. 15-29. – Accessed mode: <http://stat.wharton.upenn.edu/~steele/Courses/434/434Context/EfficientMarket/AndyLoJPM2004.pdf>.
8. Lucas Jr R. E. Econometric policy evaluation: A critique [Electronic resource] / Lucas Jr R. E. // *Carnegie-Rochester conference series on public policy*. – North-Holland, 1976. – Vol. 1. – Pp. 19-46. – Accessed mode: https://people.sabanciuniv.edu/atilgan/FE500_Fall2013/2Nov2013_CevdetAkca/LucasCritique_1976.pdf.
9. Malkiel B. G. The efficient market hypothesis and its critics [Electronic resource] / B. G. Malkiel // *Journal of economic perspectives*. – 2003. – Vol. 17(1). – Pp. 59-82. – Accessed mode: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/089533003321164958>.
10. Markowitz H. M. Foundations of portfolio theory [Electronic resource] / H. M. Markowitz // *The journal of finance*. – 1991. – Vol. 46(2). – Pp. 469-477. – Accessed mode: <https://www.jstor.org/stable/2328831>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

11. Muth J. F. Rational expectations and the theory of price movements [Electronic resource] / J. F. Muth // *Econometrica: journal of the Econometric Society*. – 1961. – Pp. 315-335. – Accessed mode: <https://www.jstor.org/stable/1909635>.

12. Roll R. An empirical investigation of the arbitrage pricing theory [Electronic resource] / R. Roll, S. A. Ross // *The journal of finance*. – 1980. – Vol. 35(5). – Pp. 1073-1103. – Accessed mode: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02197.x>.

13. Ross S. A. The arbitrage theory of capital asset pricing [Electronic resource] / S. A. Ross // *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I*. – 2013. – Pp. 11-30. – Accessed mode: <https://knowen-production.s3.amazonaws.com/uploads/attachment/file/610/steve%2Bross%2BAPT%2Bthe%2Bmain%2Bmath.pdf>.

14. Sharpe W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk [Electronic resource] / W. F. Sharpe // *The journal of finance*. – 1964. – Vol. 19(3). – Pp. 425-442. – Accessed mode: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.

15. Simon H. A. A behavioral model of rational choice [Electronic resource] / H. A. Simon // *The quarterly journal of economics*. – 1955. – Vol. 69(1). – Pp. 99-118. – Accessed mode: https://cooperative-individualism.org/simon-herbert_a-behavioral-model-of-rational-choice-1955-feb.pdf.

16. Thaler R. H. *Misbehaving: The making of behavioral economics* [Electronic resource] / R. H. Thaler // WW Norton & Company. – 2015. – Accessed mode: https://books.google.com.ua/books?hl=uk&lr=&id=xQedBAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT6&dq=Misbehaving:+The+Making+of+Behavioral+Economics&ots=c9BiRY-roH_&sig=9HWIDYVAZzvUDUsr0SHEilf3kgA&redir_esc=y#v=onepage&q=Misbehaving%3A%20The%20Making%20of%20Behavioral%20Economics&f=false.

17. The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies [Electronic resource] / F. J. Fabozzi, H. M. Markowitz (Eds.). – John Wiley & Sons, 2011. – Vol. 198. – Accessed mode: https://books.google.com.ua/books?hl=uk&lr=&id=COQoNN7mAnsC&oi=fnd&pg=PR13&dq=The+Theory+and+Practice+of+Investment+Management&ots=WcGAv39sGY&sig=fYdMGMuzjY5byYJ5MAQrCarfzgE&redir_esc=y#v=onepage&q=The%20Theory%20and%20Practice%20of%20Investment%20Management&f=false.

References

1. Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M., & Gupta, F. (2011). Portfolio selection. *The Theory and Practice of Investment Management*, 45-78. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=8a07a080384061d6ecd4d3263a7476075b0b7a8f>.

2. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417. <https://www.degruyter.com/document/doi/10.7208/9780226426983-007/pdf?licenseType=restricted>.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

3. Kahneman, D. (2011). Fast and slow thinking. *Allen Lane and Penguin Books, New York*. https://durmonski.com/wp-content/uploads/2021/09/Think_Workbook_005.pdf.
4. Kai-Ineman, D. A. N. I. E. L., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 363-391. <http://hassler-j.ies.su.se/COURSES/NewPrefs/Papers/KahnemanTversky%20Ec%2079.pdf>.
5. Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. In *Stochastic optimization models in finance* (pp. 131-155). Academic Press. <https://finance.martinsewell.com/capm/Lintner1965a.pdf>.
6. Lo, A. (2017). *Adaptive markets: Financial evolution at the speed of thought*. Princeton University Press. <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9781400887767/html>.
7. Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective. *Journal of Portfolio Management, Forthcoming*. 30(5), 15-29. <http://stat.wharton.upenn.edu/~steele/Courses/434/434Context/EfficientMarket/Andy-LoJPM2004.pdf>.
8. Lucas Jr, R. E. (1976, January). Econometric policy evaluation: A critique. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 1, pp. 19-46). North-Holland. https://people.sabanciuniv.edu/atilgan/FE500_Fall2013/2Nov2013_CevdetAkca/LucasCritique_1976.pdf.
9. Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 17(1), 59-82. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/089533003321164958>.
10. Markowitz, H. M. (1991). Foundations of portfolio theory. *The journal of finance*, 46(2), 469-477. <https://www.jstor.org/stable/2328831>.
11. Muth, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 315-335. <https://www.jstor.org/stable/1909635>.
12. Roll, R., & Ross, S. A. (1980). An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. *The journal of finance*, 35(5), 1073-1103. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02197.x>.
13. Ross, S. A. (2013). The arbitrage theory of capital asset pricing. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 11-30). <https://knowen-production.s3.amazonaws.com/uploads/attachment/file/610/steve%2Bross%2BAPT%2Bthe%2Bmain%2Bmath.pdf>.
14. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.
15. Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The quarterly journal of economics*, 69(1), 99-118. https://cooperative-individualism.org/simon-herbert_a-behavioral-model-of-rational-choice-1955-feb.pdf.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

16. Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The making of behavioral economics*. WW Norton & Company. https://books.google.com.ua/books?hl=uk&lr=&id=xQedBAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT6&dq=Misbehaving:+The+Making+of+Behavioral+Economics&ots=c9BiRYroH_&sig=9HWIDYVAZzvUDUusr0SHEilf3kgA&redir_esc=y#v=onepage&q=Misbehaving%3A%20The%20Making%20of%20Behavioral%20Economics&f=false.

17. Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (Eds.). (2011). *The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies* (Vol. 198). John Wiley & Sons. https://books.google.com.ua/books?hl=uk&lr=&id=COQoNN7mAnsC&oi=fnd&pg=PR13&dq=The+Theory+and+Practice+of+Investment+Management&ots=WcGAv39sGY&sig=fYdMGMuzjY5byYJ5MAQR-Carfzge&redir_esc=y#v=onepage&q=The%20Theory%20and%20Practice%20of%20Investment%20Management&f=false.

Отримано 09.02.2024

UDC 330.322.01:330.16

JEL Classification: E22; G4

Olena Shyshkina

Doctor of Economics, Professor,

Professor of the Department of Finances, Banking and Insurance
National University Chernihiv Polytechnics (Chernihiv, Ukraine).

E-mail: shyshkina.olena.v@gmail.com. **ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-8946-1027>

ResearcherID: [F-3208-2014](https://orcid.org/0000-0002-8946-1027). **Scopus Author ID:** [58995081900](https://orcid.org/0000-0002-8946-1027)

Ihor Borysenko

PhD Student of the Department of Finance, Banking and Insurance
Chernihiv Polytechnic National University (Chernihiv, Ukraine)

E-mail: borysenko@gmail.com. **ORCID:** <https://orcid.org/0009-0001-6680-0970>

**THEORETICAL AND APPLIED ASPECTS
OF THE STUDY OF INVESTMENT BEHAVIOR THEORIES**

Abstract. In the context of globalization and high volatility of financial markets, the problem of studying investor behavior is becoming particularly relevant. The study of these theories allows taking into account both rational and irrational aspects of investor behavior, which is key in the context of ensuring the efficiency, stability and transparency of financial markets in the context of digitalization of the financial sector.

The article examines the theoretical and applied aspects of classical and modern theories of investment behavior. The author characterizes the main conceptual provisions of these theories, each of which has its own unique characteristics and approaches to decision-making, as well as their inherent advantages, disadvantages and limitations of application.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

It is established that the classical theories of investment behavior, which include the theory of rational expectations, the efficient market hypothesis, the Markowitz portfolio theory, the capital asset pricing theory and the arbitrage pricing theory, focus on the rational aspects of decision-making, assuming that investors act exclusively logically and use all available information to maximize their profits.

It is substantiated that modern theories such as behavioral economics, prospect theory, the hypothesis of adaptive markets, and the theory of bounded rationality help explain market anomalies and instabilities that are difficult to predict using traditional models. It is found that there is a close connection between classical and modern theories, and therefore a comparison of classical and modern theories of investment behavior is made according to various criteria.

It is proved that the theoretical and applied aspects of the study of both classical and modern theories of investment behavior not only provide a deep understanding of the mechanisms of market behavior, but also offer practical tools for analyzing, forecasting and formulating investment strategies and risk management, which is critical for investors to ensure the efficiency, stability and transparency of financial markets in the context of the global digitalization of financial processes and markets.

Keywords: *theories of investment behavior; rational expectations; efficient market; asset valuation; arbitrage pricing; behavioral economics; prospect theory; adaptive markets; bounded rationality.*

Table: 3. References: 17.

Бібліографічний опис для цитування:

Шишкіна О. В., Борисенко І. А. Теоретико-прикладні аспекти дослідження теорій інвестиційної поведінки. *Науковий вісник Полісся*. 2024. № 1(28). С. 309-328.