МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ЮРІЯ ФЕДЬКОВИЧА

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

КУЗЬМУК СВІТЛАНА ГРИГОРІВНА

УДК 336.018

ДИСЕРТАЦІЯ

БІХЕВІОРИСТИЧНІ ФІНАНСИ: ТЕОРЕТИЧНА КОНЦЕПТУАЛІЗАЦІЯ ТА ЗАКОНОМІРНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ В ЕКОНОМІЦІ

08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело. _____С.Г. Кузьмук

Науковий керівник: Нікіфоров Петро Опанасович, доктор економічних наук, професор

Чернівці – 2019

АНОТАЦІЯ

Кузьмук С.Г. Біхевіористичні фінанси: теоретична концептуалізація та закономірності використання в економіці. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки. – Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, Міністерство освіти і науки України. – Чернівці, 2019.

Дисертація присвячена дослідженню теоретико-методологічних засад концептуалізації та практичних аспектів застосування біхевіористичних фінансів суб'єктів реального сектору економіки. Автором розкрито теоретичні положення біхевіористичної концепції фінансів та доведено, що сьогодні вона є інструментом скорочення розриву між пропозицією економічної науки і запитами практики господарювання.

Показано, що світове визнання біхевіористичних фінансів сьогодні є результатом дифузії проявів психологічного підґрунтя економічних відносин у різних економічних школах, аналіз якої демонструє трансформацію від багатогранної картини людської психології у класичній економіці до ранніх неокласичних поглядів на гедонізм (фактично, як класичні, так і ранні неокласичні економісти глибоко зацікавилися психологічним підґрунтям поведінки) та відмови від психологічної основи повоєнних неокласиків. Надалі у фінансових дослідженнях поведінкові фактори визначалися такими, що мають вплив на прийняття фінансових рішень та зміну фінансової поведінки.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні теоретико-методологічних та прикладних засад концептуалізації біхевіористичних фінансів суб'єктів реального сектору економіки. Так, удосконалено теоретичні основи систематизації поведінкових факторів впливу на прийняття фінансових рішень, зокрема, їх систематизовано за ознаками приналежності до суб'єктів фінансового ринку (ефект соціальної бажаності, ефект очікувань, ефект реакційного

знецінення, про-інноваційне упередження – характерні суб'єктам пропозиції – та інформаційне упередження, ефект уникнення втрат, ефект натовпу, упередження виживання – характерні суб'єктам попиту) та сприяння зміні фінансової поведінки (упередження соціального порівняння, упередження надмірного оптимізму, ефект Пельцмана, ефект моральної переваги – сприяють зміні фінансової поведінки – та упередження нульового ризику, стереотипізація, раціоналізація після придбання, ефект Земмельвейса – протидіють їй). Прийняття рішення щодо зміни фінансової поведінки пов'язується також із особистісними характеристиками агента: самооцінка, рівень сприйняття тяжкості проблеми й ефективності вжитих мір, сприйняття власної стійкості та бар'єрів до успіху, мотиватор і ставлення до зміни власної поведінки.

У результаті аналізу теоретико-методологічних основ концепції біхевіоризму з урахуванням її історичного наповнення запропоновано власне визначення категорії «поведінкова економіка» – це науковий напрям, який на засадах міждисциплінарності обґрунтовує закономірності, причини і наслідки прийняття неідеальних економічних рішень у результаті інформаційної асиметричності та під впливом поведінкових упереджень, пов'язаних зі специфікою сприйняття й опрацювання інформації, емоційними та дієвими характеристиками агента прийняття рішень.

У дисертаційній роботі обґрунтовано трьохаспектний механізм трансполяції постулатів біхевіоризму як науки про поведінку індивідуумів на рівень суб'єктів господарювання, який включає загальноекономічний, управлінський і внутрішньофірмовий аспекти. Даний механізм дає можливість чітко прослідкувати процес імплементації поведінкових упереджень людини при прийнятті фінансових рішень на суб'єкти господарювання. Крім того, аналіз еволюції теоретичних підходів до дослідження фінансів підприємницького сектору дозволив резюмувати: із розвитком фінансової науки остання в більшій мірі заглиблюється в неекономічні властивості фінансових явищ і процесів, спостерігається збереження сутнісних ознак та еволюція змістовних їх компонентів.

Автором проаналізовано середовище прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України, яке вплинуло на формування специфічних характеристик поведінки останніх: вони націлені на успіх та впевнені у своїх діях, однак вони мало довіряють фінансовим посередникам й аналітикам і їх рішення часто непослідовні через віддзеркалення негативного досвіду приватизації та гіперінфляції в кінці минулого століття, а також кризових потрясінь XXI ст. і необхідності адаптуватися до трендових зрушень в економіці загалом. Посилюють ці характеристики й негативні фінансові результати підприємств, які нівелюють можливості останніх відтворювати поведінку, передбачену теоріями ієрархії джерел фінансування, а отже – посилюють її нераціональність.

Удосконалено концептуальні засади виявлення поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки України в результаті впливу когнітивних, афективних та конативних факторів прийняття рішень, що дозволяє в майбутньому мінімізовувати поведінкові упередження для формування успішних фінансових стратегій. Визначено, що суб'єкти реального сектору економіки України вдаються до нераціональної поведінки при відкритті нового бізнесу, проведенні операцій з капіталами, залученні додаткових ресурсів, оцінці ризику, сприйнятті інформації, а також за параметрами інноваційності, дієвості, гнучкості у прийнятті рішень, інтеграції.

Виявлені на основі економіко-статистичного аналізу фінансово-економічних показників суб'єктів реального сектору економіки України поведінкові упередження лягли в основу побудованої описової моделі прийняття рішень. Ця описова модель дозволяє прослідкувати специфіку прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України, а згодом – побудувати прикладний інструментарій підвищення ефективності прийнятих рішень шляхом модифікації впливу поведінкових упереджень: підсилення позитивних ефектів і нівелювання негативних.

В контексті дослідження специфіки поведінки українських підприємств запропоновано методологічний підхід до оцінки національної бізнес-свідомості підприємств за допомогою формалізованого показника, що включає критерії

виживання (гроші, дані, персонал), відтворення (бізнес-активи, компетенції, інформація), розвитку (капітал, інтелект, знання), та застосовано його для оцінки бізнес-свідомості українських підприємств. Даний формалізований показник дає можливість оцінити рівень стратегічної, інтелектуальної спрямованості бізнес-свідомості суб'єктів господарювання та направленості її на розвиток для визначення найсприятливіший механізмів її інтенсифікації та цілей порівняння.

У дисертації показано, що в умовах сучасності національна модель бізнес-поведінки перебуває в стані перманентної взаємодії із зарубіжними моделями. Автором удосконалено механізм взаємопроникнення національної моделі бізнес-поведінки підприємств із зарубіжними моделями та уніфікації першої в умовах глобалізації середовища прийняття рішень, що відбувається у результаті тривалого спостерігання, доброзичливого сприйняття, копіювання та стереотипізації поведінки зарубіжних підприємств. Як наслідок – з'являється синергетичний ефект економічної поведінки, а згодом – ініціативна зацікавленість підприємств у міжнародному бізнесі.

Практичне значення отриманих результатів полягає у розробці пропозицій щодо використання біхевіористичних фінансів в економіці, які можуть бути застосовані суб'єктами реального сектору для формування успішних фінансових стратегій, а також для модифікації власних поведінкових упереджень та прогнозування нераціональної поведінки інших учасників ринкових відносин. Так, аналіз наявного досвіду прикладного застосування набутків біхевіоризму в сфері фінансових ринків та інвестиційних стратегій показав, що вже існують і застосовуються схеми, які дозволяють відшукати цінні папери, що є об'єктами інвестиційних упереджень інших учасників фінансового ринку.

У роботі запропоновано інвестиційні стратегії, що можуть виявитися корисними українським суб'єктам підприємництва, оскільки передбачають протидію афективним та когнітивним упередженням українських інвесторів при прийнятті фінансових рішень:

- протидія натовпу;
- виділення статистичних пріоритетів;

- зосередження на альтернативних варіантах;
- уніфікація вхідних даних незалежно від емоційного забарвлення повідомлень;
- абстрагування від професії;
- прийняття рішення «з чистого листа»;
- критика результатів;
- наближення до середнього значення;
- мінімізація ризику.

У дисертації обґрунтовано механізм прикладного використання українськими підприємствами поведінкових упереджень працівників для збільшення інтересу до власних цінних паперів, що в майбутньому забезпечить часткове подолання проблеми недостачі фінансових ресурсів перших. В основі цього механізму наведено такі поведінкові упередження: ефект визначеності (люди віддають перевагу меншим доходам, але таким, щоб «напевне»), ілюзія значущості (підсвідомо прагнуть використовувати для аналізу саме ту інформацію про фінансові активи, яка підтверджує попередньо сформовану ідею), ефект капкану (вже вклавши значні зусилля в певну справу працівник продовжуватиме нею займатися навіть в умовах погіршення перспектив), ефект натовпу (люди схильні діяти, наслідуючи інших). Обґрунтовано, що ці поведінкові упередження працівників можуть виявитися корисними для українських підприємств та лягти в основу формування стратегії залучення інвестицій.

Ключові слова: біхевіористичні фінанси, прийняття рішень, поведінкові упередження, поведінка підприємств, когнітивні, афективні та конативні фактори.

SUMMARY

Kuzmuk S.H. Behavioral Finance: Theoretical Conceptualization and Patterns of Use in the Economy. – On the rights of the manuscript.

The thesis for a scientific degree of the Candidate of Economic Sciences, specialty 08.00.01 – Economic Theory and History of Economic Thought. – Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University, Ministry of Education and Science of Ukraine. – Chernivtsi, 2019.

The dissertation covers a research of theoretical and methodological foundations of conceptualization of behavioral finance of the real sector subjects of the Economy as well as practical aspects of its use. The author reveals the theoretical positions of the behavioristic concept of finance and proves that in the present conditions it is a tool to reduce the gap between the supply of economic science and the demands of business practice.

It is shown that a worldwide recognition of behavioral finance of the present is a result of diffusion of manifestations of the psychological basis of economic relations in various economic schools, it's analysis demonstrates the transformation from the multifaceted picture of human psychology in the classical economy to the early neoclassical views on hedonism (in fact, both classical and early neoclassical economists were deeply interested in the psychological basis of behavior) and the rejection of the psychological basis of post-war neoclassics. Subsequently, in financial research, behavioral factors were determined as having an impact on financial decision-making and a change in financial behavior.

The scientific novelty of the obtained results is to deepen the theoretical, methodological and applied principles of conceptualization of behavioral finance of subjects of the real sector of economy. Thus, theoretical bases of systematization of behavioral factors of influence on making financial decisions are improved. In particular, they are systematized according to characteristics of belonging to financial market entities (the effect of social desirability, the effect of expectations, the effect of reaction impairment, pro-innovation bias – characteristics of the subjects of the offering

– and information bias, loss aversion, crowd effect, survival bias – characteristics of the subjects of the supplying) and promoting change in financial behavior (social comparison bias, over-optimism, the Peltzman effect, the effect of moral superiority – contribute to financial behavior changing – and zero risk bias, stereotyping, post-acquisition rationalization, the Semmelweis effect – counteract it). Deciding on a financial behavior change also relates to the personal characteristics of the agent: self-esteem, the level of perception of the problem severity and the effectiveness of the measures taken, perception of their own resilience and barriers to success, motivator and attitude to behavior change.

In the process of analysis the theoretical and methodological foundations of the concept of behaviorism, author’s own definition of the category of "behavioral economy" was formulated – it is a scientific field that substantiates (on the principle of interdisciplinarity) regularities, causes and consequences of making imperfect economic decisions as a result of information asymmetry and behavioral biases influence, related to the specificity of information perception and processing, emotional and acting characteristics of the decision-making agent.

The three-dimensional mechanism of transpolating postulates of behaviorism as a science of the behavior of individuals to business entities is disclosed in the thesis, it includes general economic, managerial and intra-firm aspects. This mechanism makes it possible to clearly follow the process of implementation of human behavioral biases when making financial decisions on business entities. In addition, the analysis of the evolution of theoretical approaches to the study of finance of the business sector allowed to summarize that in the course of development of financial science, it has been deepening into non-economic properties of financial phenomena and processes to a greater extent, also the preservation of its essential features and evolution of content components are observed.

The author analyzes the environment for decision-making by the subjects of the real sector of the economy of Ukraine, which affected the formation of specific characteristics of their behavior: they are committed to success and are confident in their actions, however they do not always trust financial intermediaries and analysts and

their decisions are often inconsistent because of the reflection of the negative experience of privatization and hyperinflation at the end of the last century as well as crisis shocks of the XXI century and the need to adapt to trend shifts in the economy as a whole. Negative financial results of enterprises make these circumstances worse, they offset the ability of enterprises to reproduce the behavior predicted by the pecking order theory, reinforcing their irrationality.

The conceptual basis of identification of behavioral biases of Ukrainian subjects of the real sector as a result of the influence of cognitive, affective and conative decision-making factors has been improved, which allows minimizing these behavioral biases for the formation of successful financial strategies. It is determined that the subjects of the real sector of the Ukrainian economy irrational behavior when opening a new business, carrying out capital operations, attracting additional resources, assessing risk, perceiving information, as well as regards parameters of innovation, efficiency, flexibility in decision making, integration.

Obtained behavioral bias formed the basis of the constructed descriptive model of decision making by the subjects of the real sector of the Ukrainian economy, which was proposed on the basis of economic and statistical analysis of their financial and economic indicators. This descriptive model allows us to follow the specifics of decision-making by the subjects of the real sector of the Ukrainian economy, and later - to build an application tool for increasing the effectiveness of decisions by modifying the influence of behavioral bias: amplification of positive effects and leveling of negative ones.

In the context of the study of the specific behavior of Ukrainian enterprises, the methodological approach to assessing the national business consciousness of enterprises is proposed using a formalized indicator. This indicator includes survival criteria (money, data, staff), reproduction (business assets, competencies, information), development (capital, intelligence, knowledge), and it was used to assess the business consciousness of Ukrainian enterprises. This formalized indicator makes it possible to assess the level of strategic, intellectual, development orientation of business

consciousness of business entities to determine the most favorable mechanisms for its intensification and for comparison purposes as well.

The dissertation exposes that in the present conditions the national model of business behavior states in permanent interaction with foreign models. The author improved the mechanism of interpenetration of the national model of business behavior with foreign models and its unification in a globalized environment of decision-making that results from long-term observation, friendly perception, copying and stereotyping of the behavior of foreign enterprises. As a result, there is a synergistic effect of economic behavior, and enterprises' initiative interest in international business.

The practical significance of the results obtained is to develop proposals for the use of behavioral finance in the economy that can be implemented by real sector actors to formulate successful financial strategies as well as for modifying their own behavioral biases and predicting the irrational behavior of other market participants. Thus, the analyses of existing experience of modifying the influence of behavioral bias in the field of financial markets and investment strategies demonstrates, that there are already schemes that allow finding securities that are objects of investment biases of other participants in the financial market.

The paper proposes investment strategies that can be useful to Ukrainian enterprises, as they anticipate the affective and cognitive bias of Ukrainian investors in making financial decisions:

- countering the crowd;
- allocation of statistical priorities;
- focus on alternative options;
- unification of input data regardless of the emotional color of messages;
- abstraction from the profession;
- making a decision "from scratch";
- critique of results;
- approximation to the average value;
- minimization of risk.

In the dissertation the mechanism of application of employees' behavioral biases by Ukrainian enterprises is substantiated for increasing the interest in their own securities, which will provide a partial overcoming of the lack of financial resources for them in the future. This mechanism is based on the following behavioral biases: the certainty effect (people prefer lower incomes, but in a way that is received "for sure"), the illusion of significance (people subconsciously seek to use the same information about financial assets that confirms a pre-formed idea for analysis), the trap effect (the employee will continue to do some work even in the face of deteriorating prospects, having already invested considerable effort in it), crowd effect (people tend to act in imitation of others). It is substantiated that these behavioral biases of employees may prove useful for Ukrainian enterprises and form the basis of strategies for attracting investment.

Keywords: behavioral finance, decision-making, behavioral biases, enterprise behavior, cognitive, affective and conative factors.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

У монографіях

1. Кузьмук С.Г. Досвід практичного застосування біхевіористичної концепції у фінансах та особливості його використання в Україні. Сучасні тенденції інституціональних трансформацій фінансової системи України: кол. монографія / за заг. ред. П.О. Нікіфорова. Чернівці: Технодрук, 2018. С. 168-179. *(0,6 друк. арк.).*

Статті у наукових фахових виданнях України

2. Нікіфоров П.О., **Кузьмук С.Г.** Економічна людина та біхевіористична концепція теоретичних досліджень у фінансовій науці. *Науковий вісник Чернівецького університету: Економіка: зб. наук. пр*. Чернівці: Черн. нац. ун-т ім.

Ю. Федьковича, 2016. Вип. 773-774. С. 3-7. *(0,6 друк. арк.) (Особистий внесок автора 0,5 друк. арк.: розглянуто специфіку трансформації економічного мислення науковців у контексті формулювання універсальної моделі поведінки людини та досліджено критику моделі «homo econoticus»).*

3. Кузьмук С.Г. Еволюція концепцій та парадигм фінансів підприємств і сучасні напрямки їх дослідження. *Економіка. Фінанси. Право*. К.: Аналітик. 2016. №10/2'2016. С. 18-22. *(0,5 друк. арк.).*

4. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень українськими менеджерами: вхідні дані для побудови моделі. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2018. № 6 (17). URL: http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/17-2018-ukr. *(0,7 друк. арк.)*

Статті у наукових фахових виданнях України, включених до міжнародних наукометричних баз даних

5. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень в умовах невизначеності: поведінковий аспект. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. Одеса: Міжнар. гуманіт. ун-т. 2017. № 26. С. 88-91. *(0,6 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

6. Кузьмук С.Г. Інформація як економічний ресурс та її вплив на успішність бізнесу в рамках реального сектору економіки України. *Вісник Маріупольського державного університету. Серія: економіка.* Маріуполь: Маріуп. держ. ун-т. 2017. Вип.13. С. 32-37. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus International).*

7. Кузьмук С.Г. Оптимістичні упередження українських управлінців. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство.* Ужгород: ДВНЗ «Ужгор. нац. ун-т». 2017. Вип.15. С. 163-168. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

8. Кузьмук С.Г. Розвиток Причорноморського регіону: біхевіористичний аспект. *Причорноморські економічні студії.* Одеса: Причорн. наук.-досл. ін-т

екон. та іннов. 2017. Вип. 23. С. 120-123. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

9. Кузьмук С.Г. Соціалізація економіки в контексті трансформаційних зрушень в економіці. *Економічна теорія*. 2018. №2. URL: http://etet.org.ua/?page_id=189&mode=view&lang=uk&year=2018&issueno=2. *(1,1 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

10. Кузьмук С.Г. Раціональна ірраціональність у фінансовій науці. Економічні та інноваційні процеси: стан, перспективи та розвиток: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 6-7 трав. 2016 р.). Ужгород: Видавничий дім «Гельветика», 2016. С. 143-145. *(0,3 друк. арк.).*

11. Кузьмук С.Г. Теорія поведінкових фінансів: ретроспективний аналіз. Наукова спадщина Йозефа Алоїза Шумпетера і сучасність: погляд із минулого в майбутнє: матеріали ІІІ Міжн. Шумпет. конф. (м. Чернівці, 21-22 жовт. 2016 р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2016. С. 227-230. *(0,3 друк. арк.).*

12. Кузьмук С.Г. Дослідження теорій корпоративних фінансів: базові та поведінкові концепції. Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 3-4 бер. 2017 р.). Одеса: ОНУ ім. І.Мечникова, 2017. С. 190-193. *(0,3 друк. арк.).*

13. Кузьмук С.Г. Психологічні помилки в біхевіористичних фінансах. Інституційний розвиток соціально-економічних систем: національна економіка у глобальному середовищі: матеріали ІХ Міжн. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 20-21 квіт. 2017 р.). Полтава: ВНЗУ ПУЕТ, 2017. С. 16-18. *(0,2 друк. арк.).*

14. Кузьмук С.Г. Аналіз моделі фінансової поведінки в теорії корпоративних фінансів. Integration of Business Structures: Strategies and Technologies: International Scientific-Practical Conference (Tbilisi, February 24, 2017). Tbilisi: Sulchan-Saba Orbeliani Teaching University, 2017. P. 171-174. *(0,2 друк. арк.).*

15. Кузьмук С.Г. Аналіз формування інвестиційних рішень під впливом поведінкових факторів. Міжнародний досвід інвестиційної діяльності та його

адаптація в Україні: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 19 трав. 2017 р.). Київ: ННЦ Інститут аграрної економіки, 2017. С. 81-84. *(0,2 друк. арк.).*

16. Кузьмук С.Г. Виклики біхевіористичної концепції у фінансах: роль інформації. Перспективи розвитку національної економіки в умовах змін ринкового середовища: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 11-12 серп. 2017 р.). Одеса: Центр екон. досл. та розв., 2017. С. 82-85. *(0,3 друк. арк.).*

17. Кузьмук С.Г. Відкриття нового бізнесу як прояв менеджерського оптимізму: реалії українських підприємств. Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 29-30 вер. 2017 р.). Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 63-66. *(0,2 друк. арк.).*

18. Кузьмук С.Г. Сталий розвиток: біхевіористичних аспект. Сталий розвиток місцевих громад: роль економічної освіти та науки: матеріали наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 9-10 лист. 2017 р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2017. С. 35-38. *(0,2 друк. арк.).*

19. Кузьмук С.Г. Застосування поведінкових фінансів для уникнення інвестиційних помилок. Економічна система України в умовах глобалізаційних викликів XXI століття: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 10 квіт. 2018 р.). Чернівці: БЦЕОБ, 2018. С. 103-106. *(0,3 друк. арк.).*

ЗМІСТ

Анотація……. 2

ВСТУП…… 16

РОЗДІЛ 1. Теоретичні постулати застосування біхевіористичної концепції в дослідженні фінансів підприємницького сектору…… 23

1.1. Зародження та суть поведінкової економіки ……..…….. 23

1.2. Теоретичні постулати біхевіористичної концепції фінансів……..……. 39

1.3. Біхевіористичні фінанси у дослідженні підприємницького сектору реальної економіки ……. 57

Висновки до розділу 1…… 73

РОЗДІЛ 2. Емпіричний аналіз прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України…… 76

2.1. Специфіка середовища прийняття рішень українськими суб’єктами господарювання…….. 76

2.2. Реальний сектор економіки України: роль сприйняття інформації….. 94

2.3. Поведінкові упередження суб’єктів реального сектору економіки України…….. 114

Висновки до розділу 2……. 135

РОДЗІЛ 3. Модифікація впливу поведінкових упереджень суб’єктів реального сектору економіки України……. 139

3.1. Концептуалізація прийняття фінансових рішень суб’єктами реального сектору економіки України в межах біхевіоризму…… 139

3.2. Модифікація впливу поведінкових упереджень: прикладне застосування набутків біхевіористичних фінансів з урахуванням зарубіжного досвіду……. 163

Висновки до розділу 3……. 182

ВИСНОВКИ……. 185

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ…… 189

ДОДАТКИ…… 211

ВСТУП

Актуальність теми. Багаторівнева структура сучасних економічних відносин зумовлює необхідність концептуалізації теоретичних підходів у дослідженні біхевіористичної концепції фінансів та особливостей її використання в економіці. Ця концепція обґрунтовує наявність дивергенції між неокласичною економічною теорією та реальною поведінкою людей крізь призму соціально-психологічного наповнення їх рішень та суб'єктивістських характеристик. Однак закономірності, характерні для поведінки людей при прийнятті ними економічних рішень (зокрема, фінансових), значною мірою можна трансполювати і на вивчення фінансових відносин на рівні суб'єктів господарювання, оскільки останні є визначальним фактором успішності цих відносин на ринку капіталів. Усе це зумовлює необхідність поглиблення теоретико-методологічних та прикладних засад концептуалізації біхевіористичних фінансів господарюючих суб'єктів.

Дослідження поведінкових упереджень при прийнятті фінансових рішень є об'єктом наукових інтересів таких закордонних вчених: Дж. Акерлоф, Д. Аріелі, М. Ейчен, Д. Канеман, Г. Ле Бон, К. Лойбл, Дж. Лонго, Р. Олсен, Ф. Рейдел, К. Санстейн, Дж. Р. Собехарт, Р. Талер, А. Тверскі, І. Урсачі, Д. Хіллсон, Т. Хіра, Р. Шиллер та ін. Останнім часом спостерігається прояв зацікавленості щодо цих питань вітчизняними науковцями – теоретичні аспекти біхевіоризму розглядали В. Геєць (соціально-економічні трансформації при переході до економіки знань), О. Євдокімова (психологічні складові фінансової діяльності), Г. Ложкін (проблеми економічної психології загалом), Т. Кізима (загальні теоретичні блоки щодо ролі поведінкових фінансів), В. Крикун (поведінкова економіка в дослідженні українського банківського ринку), С. Кузьмінов (суб'єктні оцінки як фактор ринкової координації), П. Нікіфоров (економічна людина та біхевіористична концепція фінансів), С. Солодухін (вплив поведінкових факторів на фінансові ринки під час управління інвестиційними ресурсами), Н. Циганова (взаємодія суб'єктів фінансового ринку в умовах поведінкової економіки) та ін.

Питання поведінки українських підприємств досліджували В. Бабіченко, В. Зимовець, А. Крисоватий, А. Кудінова, І. Рекун, О. Терещенко, В. Федосов та ін.

Однак, незважаючи на ґрунтовний аналіз цих проблем зарубіжними вченими, у вітчизняній науковій літературі відсутнє комплексне обґрунтування основних закономірностей та специфіки проявів поведінкових упереджень українських підприємств під час прийняття фінансових рішень, що зумовило вибір теми, визначило мету, завдання, об'єкт та предмет дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана згідно з планами науково-дослідних робіт кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича «Теорія і практика фінансового забезпечення економічного зростання в Україні» (номер держреєстрації 0111U001286) – у 2011-2015 рр. і «Взаємозв'язок фіскальної та монетарної політики у сучасних умовах» (номер держреєстрації 0116U001442) – у 2016-2020 рр. та кафедри економічної теорії, менеджменту і адміністрування Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича «Економічний та управлінський потенціал соціалізації національної економіки» (номер держреєстрації 0116U001672) – у 2016-2020 рр., де автором систематизовано поведінкові закономірності суб'єктів реального сектору економіки України й досліджено можливості їх модифікації.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методологічних та прикладних засад концептуалізації біхевіористичних фінансів суб'єктів реального сектору економіки.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- охарактеризувати передумови появи поведінкової економіки та її перетворення на трендовий напрям економічних досліджень;
- поглибити розуміння теоретичних положень біхевіористичної концепції фінансів;

- проаналізувати еволюцію теорій фінансів підприємницького сектору реальної економіки;

- розкрити особливості впливу середовища на процес прийняття рішень українськими суб'єктами господарювання;

- виявити тенденції і суперечності впливу інформації та інформатизаційних процесів на фінансово-господарську діяльність суб'єктів реального сектору економіки України;

- розкрити специфіку проявів поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки України;

- концептуалізувати механізм прийняття фінансових рішень суб'єктами реального сектору економіки України в межах біхевіоризму;

- обґрунтувати необхідність та напрями модифікації впливу поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки України на прийняття фінансових рішень.

Об'єктом дослідження є біхевіористичні фінанси.

Предметом дослідження є закономірності прийняття фінансових рішень суб'єктами реального сектору економіки.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети у дисертаційній роботі використано методи логічного й системного аналізу, а також синтезу (для аналізу середовища функціонування суб'єктів реального сектору економіки України та виявлення їх поведінкових упереджень), групування та типології, моделювання (для формалізації показника бізнес-свідомості та систематизації поведінкових факторів прийняття фінансових рішень), економіко-статистичний аналіз (для аналізу поведінки українських підприємств та виявлення відхилень від запропонованих неокласичною політекономікою постулатів), історичний і логічний методи (для визначення передумов формування специфічного механізму прийняття рішень українськими підприємствами), принципи наукової абстракції та діалектичної логіки (для уточнення мотивів прийняття рішень), інструменти теорії ймовірностей і математичної статистики (для порівняння раціональних і реальних економічних рішень).

Інформаційною базою дослідження слугували законодавчі та інші нормативно-правові акти, офіційні дані Національного банку України, Міністерства фінансів України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Державної служби статистики України, наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених, результати власних досліджень, ресурси мережі Internet.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в обґрунтуванні та поглибленні теоретико-методологічних і прикладних засад біхевіористичних фінансів суб'єктів реального сектору економіки. До основних результатів дослідження, які відображають наукову новизну та розкривають зміст дисертації, належать такі:

удосконалено:

- теоретичні основи систематизації поведінкових факторів прийняття фінансових рішень, зокрема їх згруповано за ознаками участі на фінансовому ринку (поведінкові фактори суб'єктів попиту й суб'єктів пропозиції) та впливу на зміну фінансової поведінки (поведінкові фактори, що їй сприяють та протидіють) з урахуванням особистісних характеристик агента прийняття рішень;

- обґрунтування трьохаспектного механізму трансполяції постулатів біхевіоризму як науки про поведінку людей на рівень суб'єктів господарювання, що включає загальноекономічний, управлінський і внутрішньофірмовий аспекти та дає можливість чітко простежити процес імплементації біхевіористичних фінансів підприємствами;

- концептуальні засади виявлення поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки на основі економіко-статистичного аналізу їх фінансово-економічних показників, що дозволяють мінімізовувати негативний та підсилювати позитивний вплив когнітивних, афективних і конативних факторів на прийняття цими суб'єктами фінансових рішень і формування ними успішних фінансових стратегій;

- методологічний підхід до оцінки національної бізнес-свідомості підприємств за допомогою формалізованого показника, що дозволяє оцінити рівень стратегічної, інтелектуальної спрямованості національної бізнес-свідомості

суб'єктів господарювання та їх направленості на розвиток для визначення найсприятливіших механізмів підвищення її рівня та цілей порівняння;

- механізм уніфікації національної моделі бізнес-поведінки підприємств із глобальною, що має місце в умовах інтернаціоналізації за наявності мінімальної подібності між цими моделями; результатом уніфікації є синергетичний ефект їх економічної поведінки, а згодом – ініціативна зацікавленість у транскордонному бізнесі;

набули подальшого розвитку:

- поведінковий підхід до тлумачення категорій «підприємство», «фірма», «господарська організація», «бізнесова одиниця», що дало змогу виділити категорії «фірма» та «бізнесова одиниця» як такі, що найбільше відповідають викликам сучасності. Даний науковий доробок дає можливість актуалізувати та підвищити ефективність майбутніх досліджень підприємницького сектору економіки;

- методичний підхід до визначення сфери охоплення реального сектору економіки, згідно з яким цей сектор економіки повинен додатково включати суб'єктів господарювання, які займаються фінансовою діяльністю як неосновною – на відміну від існуючих теоретичних підходів, які виключають фінансові операції загалом. Це дало можливість формалізовано уточнити межі реального сектору економіки;

- концептуалізація механізму використання суб'єктами реального сектору економіки поведінкових упереджень працівників для збільшення попиту на власні цінні папери, що дозволяє забезпечити часткове вирішення проблеми нестачі фінансових ресурсів у цих суб'єктів.

Практичне значення отриманих результатів полягає у розробці пропозицій щодо використання біхевіористичних фінансів в економіці, які можуть бути застосовані фінансовими установами для прогнозування нераціональної поведінки учасників ринкових відносин і суб'єктами реального сектору для формування успішних фінансових стратегій, а також для модифікації власних поведінкових упереджень. Результати дисертаційної роботи використані

Чернівецькою філією АТ КБ «ПриватБанк» при вдосконаленні маркетингової політики, що враховує поведінкові упередження споживачів фінансових послуг (довідка № 941-02 від 29.09.2017), Кредитною спілкою «Наші люди» при формуванні принципів кредитної політики (довідка № 34 від 7.12.2017), ТОВ «Розма» у процесі стратегічного планування (довідка № 347/14 від 20.09.2018), впроваджені у навчальний процес Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича (довідка № 15/17-1125 від 03.05.2019).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є особистою працею здобувача. Дослідження, пропозиції та розробки, які наведені в дисертації, здійснені та сформульовані автором самостійно. З опублікованих наукових праць у співавторстві у дисертаційній роботі використані лише ті ідеї, які належать здобувачу особисто (конкретний внесок відображено у списку опублікованих праць за темою дисертації).

Апробація результатів дисертації. Основні ідеї та положення дисертаційної роботи доповідалися й обговорювалися на таких конференціях: Міжнародна науково-практична конференція «Економічні та інноваційні процеси: стан, перспективи та розвиток» (м. Ужгород, 6-7 травня 2016 р.); III Міжнародна Шумпетерівська конференція «Наукова спадщина Йозефа Алоїза Шумпетера і сучасність: погляд із минулого в майбутнє» (м. Чернівці, 21-22 жовтня 2016 р.); International Scientific-Practical Conference «Integration of Business Structures: Strategies and Technologies» (Tbilisi, Georgia, February 24, 2017); Міжнародна науково-практична конференція «Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи» (м. Одеса, 3-4 березня 2017 р.); IX Міжнародна науково-практична конференція «Інституційний розвиток соціально-економічних систем: національна економіка у глобальному середовищі» (м. Полтава, 20–21 квітня 2017 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція «Міжнародний досвід інвестиційної діяльності та його адаптація в Україні» (м. Київ, 19 травня 2017 р.); Всеукраїнська науково-практична конференція «Перспективи розвитку національної економіки в умовах змін ринкового середовища» (м. Одеса, 11-12 серпня, 2017 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Модернізація

економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи» (м. Дніпро, 29-30 вересня 2017 р.); Науково-практична конференція «Сталий розвиток місцевих громад: роль економічної освіти та науки» (м. Чернівці, 9-10 листопада 2017 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Економічна система України в умовах глобалізаційних викликів XXI століття» (м. Чернівці, 10 квітня 2018 р.).

Публікації. За результатами дисертаційної роботи опубліковано 19 наукових праць загальним обсягом 8,1 друк. арк., з яких 8,0 друк. арк. належать автору, у тому числі 1 розділ у колективній монографії (0,6 друк. арк.), 8 статей у наукових фахових виданнях України (5 друк. арк.), з яких 5 – у виданнях, які включені до міжнародних наукометричних баз даних (3,2 друк. арк.), 10 публікацій за матеріалами конференцій (2,5 друк. арк.).

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається з анотації, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і 9 додатків на 17 сторінках. Дисертаційну роботу викладено на 227 сторінках комп’ютерного тексту, з яких 168 сторінок основного тексту. Робота містить 40 рисунків і 5 таблиць, із яких 5 займають повну сторінку. Список використаних джерел налічує 226 позицій на 22 сторінках.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИЧНІ ПОСТУЛАТИ ЗАСТОСУВАННЯ БІХЕВІОРИСТИЧНОЇ КОНЦЕПЦІЇ В ДОСЛІДЖЕННІ ФІНАНСІВ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. Зародження та суть поведінкової економіки

Поведінкова економіка як окрема науково-дослідницька конструкція знаходить свій початок в XX ст. в якості критики стандартної неокласичної моделі прийняття економічних рішень. Інструментальним фактором в цьому зсуві була так звана формалістична революція в економіці по завершенню Другої світової війни. Зокрема, поведінкова економіка виникла у відповідь на твердження, якого дотримувались багато неокласичних економістів, що соціальна та поведінкова науки повинні уникати посилання на стани, які безпосередньо не спостерігаються (як от когнітивні та афективні). Однак варто зазначити, що для глибшої оцінки причин виникнення та положень поведінкової економіки необхідним є розуміння того, що протягом всієї історії розвитку економічна думка перебувала в безпосередній близькості від психологічних міркувань.

У сучасній економічній теорії, аналізуючи предмет дослідження ранніх економічних шкіл, достатньо часто висловлюють хибне твердження щодо того, що представники цих шкіл не приділяли уваги психологічним аспектам економічних відносин. Однак, ще А. Сміт у своїй менш відомій праці (у порівняні з «Дослідженням про природу і причини багатства народів») «Теорія моральних почуттів» визначає головну проблему етики – пояснення морального схвалення і несхвалення, яке формулюється вченим як вирішення двох завдань: 1) як слід розуміти чесноту; 2) які здібності душі спонукають людину віддавати перевагу гідній поведінці.

У своїй «Теорії моральних почуттів» А. Сміт розглядає низку психологічних факторів, особливими серед яких є емоції, які в деяких випадках мають визначальний вплив на наші рішення [212]. Крім того, у А. Сміта людина володіла

правом на самовизначення, та мали місце як моральні, так і соціальні відчуття і навіть вираження альтруїзму.

У роботах Дж. Бентама також розглядаються низка психологічних критеріїв прийняття рішень. В основі його етики лежить принцип користі, згідно з яким дії людей, їх відносини повинні отримувати моральну оцінку щодо принесеної ними користі. У визначенні останньої беруться до уваги приватні інтереси людини. Вчення просвітителів в трактуванні Дж. Бентама перейшло в принцип «найбільшого щастя найбільшого числа індивідуумів», в заклик до досягнення особистого успіху, що збільшує загальну суму щастя. Критерієм моралі виступає «досягнення користі, вигоди, задоволення, добра і щастя» [12, с. 32-36].

У 1881 р. британський економіст Ф. Еджоурт описує модель, що складається з діаграм корисностей двох економічних суб'єктів, що дозволяє визначити умови досягнення оптимального розподілу економічних благ, при споживанні яких досягається максимально можливий рівень корисності для учасників обміну [120].

Однак у той час економічна і психологічна науки знаходились на стадії зародження. Тому переважна більшість зусиль вчених того періоду спрямовувались перш за все на формування базових принципів та фундаментальних законів. При цьому менше уваги приділялось специфічним напрямам наукового аналізу. Також серед тогочасних науковців панувала ідея необхідності відокремлення економіки та психології від інших наук. Як наслідок, дослідження, які знаходились на межі різних наук, часто вважались такими, що можуть завадити такому відокремленню.

На початку XX ст. деякі економісти (як от В. Парето і Дж. Кейнс) розглядали і обговорювали у своїх роботах психологічні фактори в економіці. Останній активно відстоював роль психологічних чинників та припущень в економічній діяльності, особливо на фондовому ринку [171]. Проте загальна тенденція у цей час заключалась у ігноруванні психології, а психологи економіки у цей час в економічних колах були «персонами нон грата».

Після Другої світової війни спостерігається відродження популярності психологічної економіки. Так, ще у 1947 р. Г. Саймоном була опублікована одна з

декількох книг з теорії організації прийняття рішень «Адміністративна поведінка» («Administrative Behavior»), в якій він описав ділову фірму як адаптивну систему, що включає матеріальні, людські й соціальні компоненти, зв'язані між собою комунікаційною мережею і загальним прагненням її членів співпрацювати один з одним для досягнення спільних цілей. Він уважав, що важливим є розуміння того, що лежить в основі мотивації господарюючих суб’єктів, для поліпшення існуючих теорій та уточнення прогнозів. На практиці рішення людей кваліфікуються Г. Саймоном як обмежено раціональні [209].

До цієї теми пізніше повертаються економісти С. Муллайнатан та Р. Талер, які оперують поняттям «обмежений самоконтроль». Це поняття передбачає, що люди мають конкретні наміри чи переконання щодо зміни своєї поведінки, однак їм для цього не вистачає сили волі.

Врешті, існує проблема обмеженої корисності, або обмеженого егоїзму, відповідно до яких багато людей прагнуть максимізувати власний добробут, однак вони виявляються значно більш кооперативними та альтруїстичними, ніж це закладено в постулатах неокласичної економічної теорії [190]. Врешті, Р. Талер доходить до висновку, що люди є ні «безповоротними ідіотами», ні «гіперраціональними автоматами» [10].

Протягом 50-60их років були видані ще кілька праць, які запропонували суттєві теоретичні удосконалення психологічних моделей дослідження в економіці і через призму аналізу стандартних моделей вказували на різні аномалії в індивідуальному прийнятті рішень.

Помітний внесок у розвиток теорії поведінкової економіки в той час здійснили Г. Марковіц (1952), Р. Штронц (1955), Т. Шеллінг (1960), Д. Еллсберг (1961) та ін. У табл. 1.1 здійснено структурування еволюції поглядів економічних шкіл щодо даного питання.

Таблиця. 1.1

Дифузія проявів психологічного підґрунтя економічних відносин у різних економічних школах

Школа	Наукові погляди вчених
Класична економічна теорія	Homo economicus є людиною з тимчасовими відчуттями та лояльністю, яка чітко розуміє, що вона є частиною великого соціального колективу. Людина хоче і потребує відповідальності за прийняття власних рішень та прийняття наслідків цих рішень (А. Сміт).
Рання неокласична економіка	Люди прагнуть максимізувати задоволення і мінімізувати біль. Максимальне задоволення бажання з найменшими зусиллями (максимізація задоволення) є основною проблемою економіки (В. Джевонс) [163]
	Окремі люди зважують задоволення і біль, які можуть виникнути внаслідок їх дій, і вибирають той варіант, який, на їхню думку, веде до найбільшого перевищення фізичного задоволення над біллю (М. Мандлер) [185]
Післявоєнна неокласична теорія (ординалізм)	Людина має «шкалу переваг» або «відносну шкалу», яка включає весь реєстр умов, за яких вона (мудро або нерозумно, послідовно чи непослідовно, навмисно, імпульсивно або інерційно, для майбутнього задоволення або майбутньої втрати) прийме або відхилить ту чи іншу альтернативу, якщо отримає такий шанс (Ф. Вікстед) [222]
	Преференції людей ідентифікуються через їх спостережуваний вибір (П. Самуельсон) [203]
	Преференції людей не ідентифікуються через їх спостережуваний вибір, але все ж тісно пов'язані з ним таким чином, що вибір віддзеркалює преференції, оскільки володіє такими ж властивостями і перевагами (Л. Роббінс) [200]
Інституціоналізм	Інститути самі по собі сприймаються як психологічні сутності – звички щодо мислення та дії, що переважають серед спостережуваних громад (М. Мітчел) [189]
Кейнсіанство	Велика частка позитивних дій людини залежить від спонтанного оптимізму, а не від математичного очікування, морального, або гедоністичного, або економічного. Більшість з наших рішень зробити щось позитивне (якщо повні наслідки цієї дії будуть спостерігатися пізніше) можуть бути прийняті лише в результаті «animal spirit» – спонтанного прагнення до дії, а не як результат середньозваженого кількісного прибутку, помноженого на кількісні ймовірності (Дж. Кейнс) [171]

У табл. 1.1 прослідковується трансформація наукового погляду від багатогранної картини людської психології класичними економістами до ранніх неокласичних поглядів на гедонізм (фактично, як класичні, так і ранні неокласичні економісти глибоко зацікавилися психологічним підґрунтям

поведінки) та відмови від психологічної основи повоєнних неокласиків. Позиція останніх особливо важлива, оскільки вона залишається отриманою точкою зору науковців.

Представники пізньої неокласичної економіки різними способами намагалися побудувати свою економіку на більш правдоподібних з точки зору психології засадах. Разом з тим, учені вірили, що прихильність до біхевіористичних канонів робить наукове вивчення розуму неможливим. Пізніше нівелювалися фактори, стримуючі розвиток поведінкової економіки, а в її площині розглядалося все ширше коло питань, центральне місце серед яких формулюється так: як працюють ринки та як споживачі приймають рішення, коли деякі (або навіть більшість) з економічних суб'єктів функціонують в умовах психічних та емоційних обмежень та ускладнень [188]?

Аналіз еволюції теоретичних уявлень щодо психологічного підґрунтя економічних рішень і поведінкової економіки дозволив запропонувати власне трактування останньої категорії – це науковий напрям, який на засадах міждисциплінарності обґрунтовує закономірності, причини та наслідки прийняття неідеальних економічних рішень у результаті інформаційної асиметричності та під впливом поведінкових упереджень, пов'язаних зі специфікою сприйняття й опрацювання інформації, емоційними та дієвими характеристиками агента прийняття рішень (під поведінковими упередженнями розуміються відхилення від раціональної поведінки, що відбуваються під впливом афективних, конативних та когнітивних факторів). Дане визначення розглядає поведінкову економіку не як придаток до класичної економічної теорії, який включає винятки з системи її законів і закономірностей, (оскільки зазвичай трактуючи категорію «поведінкова економіка» вчені виходять із протиставлення її класичній економічній теорії). На думку автора, поведінкова економіка на сьогодні зарекомендувала себе як цілком самостійний напрям економічної думки, який показує, що прийняття раціонального рішення (тобто такого, що максимізує позитивний ефект від економічних благ і ресурсів – їх максимально ефективне використання) шляхом порівняння граничних вигод і граничних витрат – це лише один із можливих

варіантів прийняття рішення, але не закон, який безапеляційно наслідують усі агенти прийняття рішень.

Причому основна ідея поведінкової економіки полягає не в констатації наявності всіх цих поведінкових упереджень (хоча сам факт їх наукового обґрунтування є необхідною передумовою і запорукою подальшого застосування отриманих закономірностей), а скоріше в можливості створити моделі, які б пояснювали поведінкові упередження комплексно задля подальшого прогнозування поведінки людей та мінімізації негативних її наслідків (як-от фінансові бульбашки). Цікаво, що закономірності поведінкових упереджень в різних країнах проявляються по-різному, що пов'язано зі специфікою середовища неформальних інститутів, в якому люди приймають свої економічні (і не тільки) рішення.

На сьогодні особливо гострою проблемою вивчення поведінки людей в межах поведінкової економіки є визначення факторів, що на неї впливають, наслідків, які нею спричиняються, та, що найголовніше, інструментів, які можуть її корегувати. Дослідники-біхевіористи намагаються розширити ступінь інформованості в цьому питанні в різних аспектах прийняття економічних рішень (рис. 1.1).

Як видно з рис. 1.1, теоретична конструкція поведінкової економіки досить масштабна (хоча варто наголосити, що поведінкових ефектів, парадоксів та упереджень загалом є значно більше – на рис. 1.1 відображено основні з них) і торкається різних обставин та ситуацій, що можуть спричиняти відхилення від раціональності, однак єдиної уніфікованої теорії на сьогодні немає. Коли у Р. Талера спитали, коли ж така теорія буде сформульована, він відповів: «Ніколи. Якщо ви хочете єдину уніфіковану теорію економічної поведінки – у нас вже є краща з доступних, егоїстична, раціональна модель поведінки економічних агентів… І якщо ви хочете навчити когось приймати правильні рішення в умовах невизначеності, ви повинні навчити їх максимізовувати очікувану корисність» [145]. Ця думка цілком слушна, адже існуючі на сьогодні моделі поведінки більшою чи меншою мірою абстрагуються від певних факторів, невизначеності,

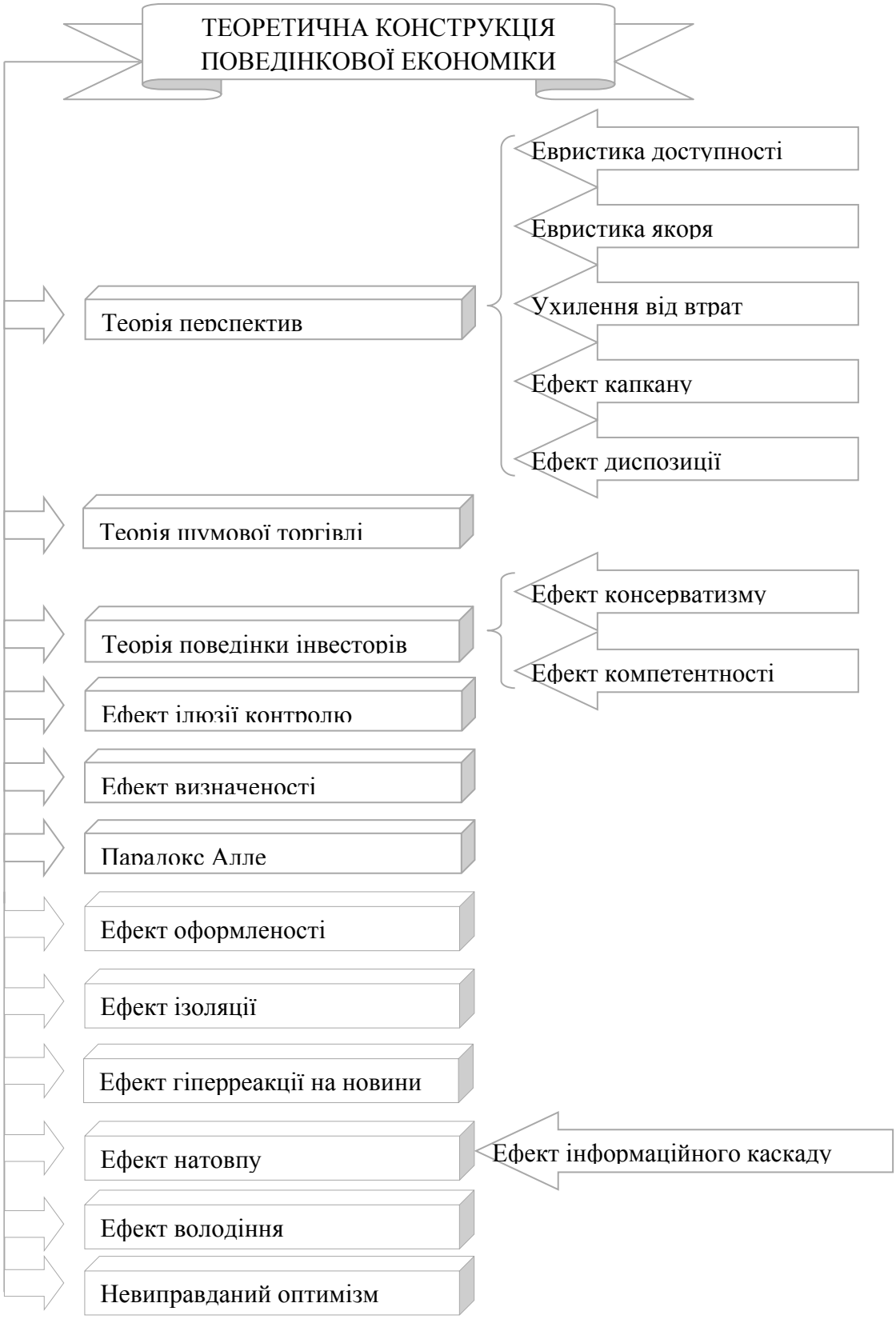


Рис. 1.1. Основні елементи теоретичної конструкції поведінкової економіки

Джерело: систематизовано автором на основі [37; 168; 43, с. 19; 179; 144]

тобто спрощують умови прийняття рішень. А завдання поведінкової економіки – відкрити завісу на вплив всіх цих обставин і, в тому числі та що найцікавіше, – у їх сукупності.

Поведінкові упередження економічних агентів спостерігаються у рішеннях, які приймаються на фондовому ринку (та не лише). Наприклад, Д. Канеман показав, що інвестори жаліють, коли витрачають гроші на інвестиції та відчувають радість, коли переходять у стадію отримання прибутків відносно їх початкових інвестицій (при цьому, відповідно до ефекту ухилення від втрат, жаль від втрат приблизно в 2 рази сильніший, ніж радість від прибутків). Це призводить до ефекту диспозиції (розміщення), коли типовий інвестор затримує інвестиції занадто довго та занадто рано продає виграшні активи [144]. Ілюструє ефект диспозиції ситуація, коли інвестор придбав цінні папери компанії за 5 р. до її піку, але продавав їх через рік, встигнувши отримати заробіток на маржі. У цьому випадку отримання прибутку може забезпечити достатню міру задоволення для інвестора, однак останній недоотримав величезну частку кінцевої вигоди від придбаних цінних паперів.

Останні наукові дослідження у сфері біхевіоризму мають тенденцію до особливого виділення явища, що отримало назву психологія натовпу. В рамках даного напряму розглядається можливість формулювання теоретичних підвалин для пояснення феномену стадної поведінки, її причин і наслідків [111, с. 75]. В економічній площині цей напрям трансформувався в ефект натовпу, й одним із його деструктивних наслідків є виникнення фінансових бульбашок, які можуть досягати значних розмірів і провокувати спад світової економіки, як це трапилося в 2008 р.

Окремим блоком факторів, що впливають на економічні рішення агентів, є інституційні одиниці. Так, лауреатом Премії імені А. Нобеля В. Смітом експериментально доведено, що економічні агенти в умовах невизначеності діють індивідуально, покладаючись на інституційну композицію окремого ринку, тобто базові моделі поведінки справджуються тільки в окремих випадках в межах

спрощеного ринку, однак при ускладненні даної системи в гру вступають інституційні одиниці [212].

Специфічним фактором, який може провокувати нераціональну поведінку економічних агентів, є розподіл інформації, яка в умовах сучасності набуває особливої значимості, оскільки на зламі тисячоліть однією з основних характерних рис економічної системи загалом та її фінансової складової зокрема стала інформатизація, яка поряд з процесами глобалізації та корпоратизації виходить на перший план наукових досліджень не тільки в галузі економіки, а й в інших гуманітарних науках. Причиною цьому небезпідставно стало перетворення інформації (або, як називає її Л. Вільямс, «новини» [17, с. 89]) на п’ятий фактор виробництва. Причому специфіка інформації як п’ятого фактору виробництва (а сьогодні більшою мірою говорять не про інформацію як таку, а про інтелектуальну функцію людини) полягає у необхідності миттєвого її використання.

Таким чином сформувався новий напрям у економіці – інформаційна економіка, який являє собою характеристику сучасної економіки з погляду речового змісту, в якій відбувається поширення інформаційних технологій у сфері матеріального та нематеріального виробництва, перетворення інформації на один із важливих факторів соціально-економічного прогресу суспільства й окремої особи [25]. З теоретичного ракурсу здається, що інтенсивний розвиток інформаційних технологій, збільшення швидкості та способів передачі даних мали б забезпечити «вичищення» даних, збільшення їх достовірності, зближення первинної та вторинної інформації (В. Федосов цей процес називає «законом інформаційного наближення» [106]). Однак практика показує, що насправді обсяги інформації, якими володіє або бажає володіти людина як суб’єкт економіки, настільки великі, що визначити чи перевірити її достовірність стає все важче, а це, у свою чергу, посилює невизначеність при прийнятті економічних рішень та, як результат, ступінь ризиковості, і тому може провокувати нераціональність у поведінці економічних агентів.

Однією з основних теоретичних конструкцій, яка підтверджує наведену вище думку, є концепція асиметричності інформації, яка констатує, що у зв'язку із об'єктивними та суб'єктивними факторами, які впливають на поширення інформації, вона з різною швидкістю та достовірністю потрапляє до учасників ринку, поведінка яких відображає реакцію на цю інформацію. Однак, така поведінка не завжди є раціональною, оскільки в їх основі – особисті сподівання управлінців та менеджерський оптимізм, очікування надвіддачі та ефективного використання ресурсів. У загальному, існує обернена залежність між обсягами наявної інформації та розміром ризику. У таких умовах усі учасники економічних відносин намагаються максимізувати обізнаність щодо об'єкта зацікавлення та, за рахунок цього, підвищити успішність прийнятих рішень [172] (якщо це завдання не виявляється надто витратним).

Дослідження в даній сфері не лишилися осторонь визнання науковими спільнотами, і у 1996 р. Премію імені А. Нобеля з економіки отримали У. Вікрі та Дж. Миррліс за роботи, присвячені дослідженню мотивації економічних агентів з формулюванням «за фундаментальний вклад в економічну теорію стимулів та асиметричної інформації», а в 2001 р. цю премію отримали Дж. Акерлоф, М. Спенс та Дж. Стігліц за проведений аналіз ринків з асиметричною інформацією, що показує цінність досліджень у даній галузі.

Ці та багато інших досліджень підтверджують положення про те, що умови, в яких економічні агенти приймають рішення, не завжди сприяють прийняттю раціонального рішення. Схильність до нераціональності посилюється ще й власне особистісними властивостями мозку людини та її соціальним єством. Тому можна стверджувати, що поведінкова економіка – це такий напрям дослідження рішень економічних агентів, при якому основна увага приділяється таким станам економічного агента, які безпосередньо не спостерігаються, однак мають значний вплив на викривлення його економічних інтересів. Такі стани значною мірою розглядаються психологією та соціологією, а дифузія наукових інтересів цих дисциплін вилилася в критику концепції homo economicus: вчені «скидають» з людини роль робота, який сліпо слідує за економічним інтересом та бажанням

максимізувати власні доходи, а натомість приділяють увагу її внутрішньому світу та інституційній надбудові. У свою чергу, прихильники «усталеної» економіки захищають позиції раціональності та меркантильності економічних суб'єктів при прийнятті рішень.

Математичну модель homo economicus було створено в кінці XIX ст. групою вчених, до якої входили Ф. Еджуорт, В. Джевонс, Л. Вальрас і В. Парето. Дана теоретична конструкція прийнята англійською класичною школою, а також марджиналістами та неокласиками. Ця модель представляла собою людину, котра діє з метою досягнення максимально можливого добробуту за найменших витрат з огляду на наявну інформацію, можливості та обмеження, (як природні, так і інституціональні), власну здатність досягти заздалегідь поставлених цілей [197]. Відповідно до названої моделі, ця людина знає, що краще для його фінансового та фізичного становища у довгостроковій перспективі та може приймати завжди правильні (фінансово вигідні) рішення.

В узагальненому вигляді людина економічна являє собою безперебійний пристрій, який запрограмований на досягнення власного достатку за будь-яких умов. Образ ідеального, ясно мислячого економічного агента застосовується до кожної ситуації, де наявні деякі ресурси та вибір у вирішенні простого завдання з максимізації власної корисності. Цей вибір застосовується для створення зразка поведінки при потребі максимізації власної вигоди, а саму поведінку людини ознаменовують терміном «раціональна».

У даному випадку поняття раціональності трактується не так, як в інших соціальних науках (соціологія, психологія, антропологія розглядають раціональну поведінку в першу чергу як дії людини, які забезпечують її збереження та виживання, навіть якщо на свідомому рівні такі завдання не ставилися). З точки зору економічної теорії раціональність означає максимізацію будь-якої цільової функції при обмежених даних, тобто вибір оптимальних засобів без будь-яких вимог до вмісту самої цілі [2].

У XX ст. теорія раціонального вибору Л. Роббінса стала мейнстрімом економічної науки, а дефініція «економічна людина» набула змістовного

наповнення раціонально мислячої людини, яка володіє повною інформацією та діє на основі власного інтересу та бажання збільшити власне багатство. Приблизно тоді ж модель економічної людини почала підлягати критиці з боку економістів і представників інших соціальних наук (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Критика моделі homo economicus

Вчені	Суть критики
М. Салінс, К. Поланьи, М. Маус, М. Годелів	В умовах традиційного суспільства вибір людини щодо виробництва та обміну товарів слідує моделі взаємності, яка різко протиставляється моделі економічної людини. Дана система представляє так звану «подарункову економіку» на противагу ринковій, і характеризує людський вибір з боку етичної спорідненості та взаємності.
А. Белик	Однією з причин кризи індустріалізму є надмірне насадження раціоналістичної моделі поведінки людини економічної, насильницьке проштовхування «нових загальнолюдських цінностей» у вигляді квазікультури споживання, обов'язкової для всіх.
Т. Веблен, Дж. Кейнс, Г. Саймон	В прийнятті економічних рішень існує невизначеність і обмеження раціональності, а також обмеження у інформації про всі обставини, що опосередковано чи безпосередньо можуть вплинути на рішення. Досконале знання не існує, а це значить, що вся економічна діяльність пов’язана з ризиком, а також що людина не володіє надто всеохоплюючим розумінням макроекономіки та економічного прогнозування при прийнятті економічних рішень на буденному рівні.
А. Тверскі	Інвестори схильні до високого ризику, який може нести невеликі втрати, але байдуже ставляться до незначного ризику втрати великої суми коштів. Це відкриття не вписується в загальноприйняті постулати раціональності.
Г. Беккер	Рішення щодо навчання, участі у тренінгах, медичного обслуговування та деякі інші передбачають порівняння вигод та втрат щодо вкладень у людський капітал. Витрати, як правило, залежать в основному від вартості недоотриманого часу, що витрачається на ці інвестиції, тобто зробити математичні обчислення не важко, знайшовши фінансовий еквівалент одиниці потраченого часу. Вигоди ж, у свою чергу, включають різного роду розумові, культурні та інші негрошові надбання, які вкрай важко оцінити, оперуючи тільки фінансовими одиницями. Крім того, поведінка між чоловіком та дружиною, мамою та дитиною радикально відрізняється від відносин між членами організації, найманими працівниками та роботодавцями і визначається меншою мірою сліпим розрахунком і власним інтересом, а більше любов’ю, турботою, почуттям обов’язку чи почуттям провини.

Продовження табл. 1.2

Б. Фрей	Економічна людина приділяє занадто багато уваги зовнішній мотивації у вигляді заохочень і покарань від соціального середовища на відміну від внутрішньої мотивації. Наприклад, дуже важко, навіть неможливо зрозуміти, як людина економічна могла стати героєм у війні або просто отримувати задоволення від власної майстерності (хобі). Приділення занадто великої кількості уваги нагородам і покаранням може «витісняти» внутрішню мотивацію: якщо платити дитині за те, що вона робить домашні завдання, то основною мотивацією до цього стане тільки грошова винагороду, а не бажання допомогти родині чи зацікавленість у отриманні нових знань.
К. Боулдінг	Тип особистості, який формується під впливом ринку та ринкових інститутів, позбавлений істинних людських відносин. Людина є чимось більшим, ніж сума окремих незначних чеснот, таких як ощадливість, скупість, жадібність і прискіпливість. Економічна людина є вужчим поняттям, ніж особистість, яка прагне бути героєм, а не обов’язково володіти економічним мисленням.
Ф. Бервалд	Людські бажання поширюються на задоволення матеріальних потреб разом із необхідністю застосовувати свої творчі здібності та таланти на робочому місці.
В. Фройліч	Існує дві теорії фірми, іменовані «організаційний аналіз» і «прийняття рішень в умовах невизначеності», в яких бізнесмен представлений як людина, яка «значно більш відкрита з точки зору моральних, псевдо-моральних, традиційних та інших проявів, а також більш людяна, ніж образ блідої фігури» в критикованій моделі.
Е. О’Бойль	Особистість підприємця є сплавом індивідуальності і соціальності, мужності та жіночності. Щодо індивідуальності, то підприємець зобов’язаний використовувати власні унікальні творчі здібності та таланти, щоб виграти конкурентну боротьбу. Щодо соціальності, то підприємець соціалізується через кооперування. Підприємець з переважаючими чоловічими рисами, ймовірно, є більш успішним в конкурентному ринковому середовищі. На відміну від цього, підприємець з значною мірою жіночих рис, ймовірно, є більш успішним в кооперуванні в межах робочого місця.
Дж. Ріллінг, А. Сенфей, Дж. Аронсон, Л. Найстром, Дж. Кохен	Можливість прийняття раціональних економічних рішень пов’язана зі збільшенням рівня кортизолу, адреналіну і кортикостероїдів, які провокують підвищений рівень стресу. Рівень серотоніну і окситоцину зведені до мінімуму, а загальна імунна система знаходиться в стані придушення. Такі зрушення пов'язані зі зниженням довіри. Крім того, вручання безоплатних подарунків забезпечує підвищену стимуляцію областей задоволення у всьому головного мозку, зниження рівня стресу, оптимальне функціонування імунної системи, зниження кортикостероїдів, адреналіну і кортизолу. Все це є проявами ефекту плацебо і пов'язане з будівництвом соціальної довіри. В результаті безпрограшної гри з позитивною сумою спрацьовують дзеркальні нейрони: людина дарує подарунок і отримує задоволення, еквівалентне людині, яка отримує подарунок.

Продовження табл. 1.2

Р. Дарендорф	Людина економічна ігнорує надзвичайно важливий аспект впливу соціальних чинників на смаки і параметри функції корисності, оскільки існують соціальні сили, що визначають індивідуальні смаки і цінності

Джерело: систематизовано автором на основі [187; 202; 8; 221; 127; 142; 135; 125; 148; 191; 199; 136; 162]

Результатом критики моделі homo economicus соціологами стала поява моделі homo sociologicus, і її появі, на думку В. Онга [194], завдячуємо людській комунікації, яка впливає на філософське осмислення поведінки людини та формування її індивідуальності. Саме індивідуальність посприяла перетворенню основної одиниці економічного аналізу homo economicus на персоналізованих суб'єктів homo sociologicus.

У кінці минулого століття науковий диспут у даній галузі продовжив П. Вайзе [13], який називав моделі homo economicus та homo sociologicus «монстрами» суспільних наук і зазначав, що вони є не чим більше, ніж теоретичними абстракціями, граничними, крайніми випадками більш загальної моделі людини – homo socioeconomicus. Ці дві моделі можна застосовувати тільки в рівноважному стані, тоді як при порушенні рівноваги необхідно включити обидва механізми суспільної координації: і ринковий, і нормативний.

Співставлення й порівняння людини економічної та людини соціальної є ключовою позицією наукового пошуку сучасної економіки, адже перетягування людиною на себе першого плану в аналізі економічних відносин загалом та фінансових зокрема потребує відповідної теоретичної підвалини. Підсумовуючи вищенаведені позиції дослідників, варто зауважити, що модель економічної людини була оптимальним способом пояснення поведінки людини в часи, коли економіка тільки формувалися як фундаментальна наука. Людина справді в довгостроковій перспективі націлена на максимізацію власного достатку і справді бажає збільшити граничну корисність, однак очевидно, що така націленість реалізовується тільки в умовах рівноваги та абстрагування від внутрішніх

факторів: самопочуття, бажання зробити приємність близьким, певний ступінь альтруїзму, власні світоглядні особливості, смаки та уподобання кожного та ін.

Цікаво, що ці фактори впливають також на рішення, що приймаються на рівні підприємств, оскільки менеджери та власники також, попри комерційний інтерес та професіоналізм, піддаються впливу поведінкових упереджень. У межах підприємства економічна трансформація відображається також і на потенціалі робочої сили та механізмах її мотивації (що особливо помітно у розвинутих країнах). Так, доповнення матеріальної винагороди нематеріальними заохоченнями сьогодні є фактором мотивування максимально якісних поступів у виконанні повноважень найманими працівниками і, що цікавіше, розвиток вмінь та навичок поза робочою інструкцією (рис. 1.2).

Рис. 1.2. Роль матеріальної, нематеріальної та соціальної мотивації працівників у структурі механізмів підвищення ефективності праці

Джерело: розроблено автором

Підтвердженням важливості нематеріальної мотивації слугує дослідження в сфері психології [181], яке показує, що в звичайному стані люди реалізовують лише 10-30 % свого потенціалу. За матеріальної мотивації працівники можуть реалізовувати від 50 до 80 % потенціалу. А нематеріальний стимул може змусити людей реалізовувати 80-99 % та навіть 100 % потенціалу.

Матеріальне стимулювання є базовим, першочерговим важелем у роботі, однак його характер є короткостроковим в умовах відсутності інших видів винагороди. Тобто працівник, який не відчуває своєї значущості в колективі та подальших перспектив, невдовзі задумається над пошуком роботи зі сприятливішими умовами або відверто працевлаштовується в умовах тимчасових фінансових труднощів і не будує планів щодо самореалізації на даному місці роботи. З іншого боку, високий рівень нематеріального мотивування та задоволення від робочої атмосфери й інтелектуальних здобутків може компенсувати недостатні фінансові виплати. Наприклад, представники творчих професій-початківці, які з різних причини не мають достатньої комерційної віддачі від своєї діяльності, займаються нею задля отримання нематеріального задоволення. Високоосвічені люди в більшості не можуть бути задоволені єдиними матеріальними винагородами, оскільки вони потребують додаткових духовних стимулів, які б відповідали рівню їх особистісного розвитку. Нематеріальні стимули загалом підвищують ініціативність, наполегливість та інтенсивність роботи, а також зменшують опірність змінам, прийняття яких є необхідною умовою успішності сучасної господарської одиниці.

Окремою групою мотивів виступають соціальні фактори, оскільки люди, як правило, ототожнюють себе з оточуючими та мають відчуття приналежності до певних груп, тому відчуття справедливості як по відношенню до себе, так і до інших може призводити до зміни поведінки працівників. Важливим при цьому є можливість реалізації певних особистих соціальних ідей та цілей, у тому числі спрямованих на доброчинність та збереження навколишнього середовища. Така опція може забезпечити абсолютну замінність матеріальних та нематеріальних

заохочень соціальними, внутрішніми. Наприклад, якщо для конкретної особи мета діяльності організації є дуже близькою до власних життєвих принципів, то вона може виконувати певний набір доручень на волонтерських засадах, як це роблять учасники громадських організацій.

Зрозуміло, що найкращим механізмом мотивування працівників є балансування всіх трьох розглянутих інструментів, однак, на думку автора, соціальна складова є невід'ємною частиною винагороди, і розумний стратегічний менеджер її використовує.

Таким чином, трансформація мисленнєвої діяльності вчених-економістів у напрямку акцентування уваги на реальній, а не ілюзорно правильній поведінці людей відповідає сучасним тенденціям загальноекономічних парадигмальних зрушень.

1.2. Теоретичні постулати біхевіористичної концепції фінансів

Засновниками теоретичної концепції поведінкових (біхевіористичних або психологічних) фінансів (behavioral finance) вважають В. де Бонда та Р. Талера [140] і Х. Шефріна та М. Статмана [206]. Поведінкова концепція фінансів у первинній своїй формі була механізмом пояснення поведінки трейдерів на фінансовому ринку та курсу котирування, адже саме на фінансовій біржі більшою мірою проявляється несистемність та нераціональність поведінки її учасників. Згодом такий підхід поширився на дослідження поведінки людей поза фінансовим ринком.

Х. Шефрін [205] описує поведінкові фінанси як взаємодію психології з фінансовими операціями та діями практиків (інвесторів). Він переконаний, що ці інвестори повинні бути інформовані щодо своїх власних інвестиційних помилок, а не помилкових суджень своїх колег, а помилки одного інвестора можуть перетворитися на прибуток іншого. Крім того, Б. Барбер і Т. Одеан [126, с. 41] звертають увагу на те, що «люди систематично відходять від оптимального

судження і прийняття рішення, а поведінкові фінанси збагачують економічне розуміння [ринкових відносин] шляхом включення цих аспектів людської природи в фінансові моделі» [126, с. 41].

Р. Олсен [192] описує нову парадигму або школу економічного вчення як спробу осмислити і спрогнозувати систематичну поведінку інвесторів, щоб у майбутньому робити більш точні і правильні інвестиційні рішення. Крім того, він вказує, що до цих пір не існує єдиної загальної теорії поведінкових фінансів, але він зазначає, що дослідники розробили безліч субтеорій і розділів поведінкових фінансів.

Р. Фуллер [151], висловлюючи свою точку зору стосовно поведінкових фінансів, зазначає, що люди систематично роблять психологічні помилки і прорахунки, вкладаючи свої гроші. І портфельний менеджер, і індивідуальний інвестор, прораховуючи розумові помилки інших (неправильно оцінені цінні папери), можуть отримати можливість забезпечити чудову віддачу від інвестицій.

Досить всеохоплюючий опис даної категорії запропонував М. Статман у 2014 р. [214]: «поведінкові фінанси замінюють раціональних агентів, що притаманні стандартним фінансам, на звичайних людей. Вони запроваджують поведінкову теорію портфеля замість теорії портфеля з середнім відхиленням, і поведінкові моделі ціноутворення за активами замість CAPM та інших моделей, де очікувана доходність визначається тільки рівнем ризику активу. [...] Поведінкові фінанси розширюють сферу фінансів за межі портфелів, цін на активи та ефективності ринку. Поведінкові фінанси досліджують поведінку інвесторів і менеджерів прямим або непрямим чином, будь то дослідження мозку за допомогою функціонального МРТ або дослідження бажань, помилок, вподобань і поведінки за допомогою опитувань і експериментів. [...] поведінкові фінанси досліджують поведінку заощадження і витрат [...]. Також предметом дослідження поведінкових фінансів є вплив культури, відчуття справедливості, соціальної відповідальності та інших емоційних факторів на фінансові рішення».

Одними з найбільш широковідомих дослідників біхевіористичних фінансів вважаються вчені-психологи Д. Канеман та А. Тверскі. Виходячи з припущення

про те, що суб'єктивну оцінку більшості реальних величин доводиться формулювати, покладаючись на неповні дані з обмеженим терміном дії, вчені [221] припустили, що розум людини повинен вдаватися до так званих евристик, які впливають на процес міркування та визначають кінцеве рішення. Ці евристики зазвичай спрацьовують позитивно, але можуть призводити до систематичних і передбачуваних помилок при виконанні певних завдань.

Серед основних категорій евристики дослідники виділяють доступність (переоцінка ризиків, які зберігаються на поверхні пам'яті), якоріння (закріплення суджень, коли розрахунки щодо будь-яких фінансових зрушень зміщені в бік початкового значення) та репрезентативність. Щодо останньої, то тут вчені експериментували з присвоєнням об’єкту певної категорії відповідно до наданих характеристик. Широковідомий (майже класичний для біхевіоризму) приклад про жінку на ім’я Лінда, про яку відомо тільки те, що їй 31 р., вона незаміжня, відверта, і дуже яскрава, має освіту в сфері філософії; заклопотана питаннями дискримінації та соціальної справедливості; та в студентських роках брала участь в антиядерних демонстраціях. Респонденти, які ознайомлювалися з даною інформацією, як виявляється, з більшою ймовірністю вірять, що Лінда є касиром у банку і бере активну участь у феміністичному русі [220] (на останнє може натякати(!) її «бунтарський» характер), ніж у те, що вона працює касиром у банку. Теорія ймовірності виводить даний вибір в розряд ірраціональних, адже ситуація, в якій об’єкт дослідження відноситься до однієї з категорій, є ймовірнішою, ніж та, де він відноситься до двох одночасно (є і касиром у банку, і веде феміністичну діяльність).

Евристика доступності також стосується суджень щодо ймовірності певної заданої події, однак у даному випадку ці судження залежать від легкості вилучення їх із пам’яті. Прикладом слугує уже класичне дослідження, яке демонструє, що респонденти впевнені, що буква «К» на першій позиції у слові зустрічається частіше, ніж на третій (хоча це не так). Тут спрацьовує механізм, при якому слова із літерою «К» на першій позиції легше вилучити з пам’яті ніж ті, в яких літера «К» знаходиться на третій позиції [219].

Евристика якоріння, або закріплення суджень, означає, що суб'єкт формує початковий набір даних, інформації, що визначає його думку щодо заданого об'єкта оцінювання в майбутньому. Таким чином, у процесі подальшого ознайомлення з даним суб'єктом відбувається насаджування додаткових даних на уже існуючі стереотипи. Причому первинна інформація грає роль визначника, тобто вирішальну роль у неоднозначних ситуаціях. Тому останні дані зазвичай пере- чи недооцінені залежно від початкової позиції [221].

Евристика доступності поряд із відносною корисністю станів мали значний вплив на формування найфундаментальнішої праці Д. Канемана та А. Тверскі – «Теорія перспектив» («Prospect Theory») [168], за яку Д. Канеман одноосібно отримав Премію імені А. Нобеля (оскільки А. Тверскі помер у 1996 р.). Пізніше вона була модернізована у кумулятивну теорію перспектив. Ця теорія була розроблена на основі аналізу реакції і вибору людей в ситуаціях з певною ймовірністю отримання фінансових результатів. Однак дана теорія також може бути застосована до тих ситуацій, в яких прийняття рішень не призведе до отримання фінансових результатів, наприклад, стихійні лиха, медичне лікування і т.д. [180]. Основна ідея теорії перспектив – продемонструвати, що люди більш відчутні до втрат, ніж до виграшів аналогічних величин. Це пояснюється тим, що вони більше уваги приділяють зміні корисності свого стану, ніж корисності самого стану.

Д. Канеман на практиці довів, що людина не здатна виконувати всебічний аналіз комплексної проблеми, з якою вона стикається, якщо майбутнє є завідомо невизначеним. Справа в тому, що людина може уникати ризику, але в той же час вона може мати схильність до нього. Деякі автори [178] показують, що схильність до ризику чи його уникнення залежить від ступеня ймовірності результатів і сформульованих альтернатив.

«Теорія перспектив» Д. Канемана та А. Тверскі відкрила своєрідні стереотипи поведінки, які ніколи не помічали прихильники концепції раціональних рішень. Вчені приписали ці стереотипи двом людським слабкостям. По-перше, емоції часто заважають самоконтролю, а останній є запорукою раціонального підходу до прийняття рішень. По-друге, люди часто не здатні ясно зрозуміти, з чим мають

справу. Вони відчувають те, що психологи називають складністю усвідомлення чи когнітивним дисонансом [92].

У зазначеній праці автори звертають увагу на ряд поведінкових феноменів, що проявляються в різних сферах фінансової поведінки людини [26, с. 93-94]:

- переоцінка ймовірних втрат та вигод – розповсюджена практика купівлі лотерейних білетів чи страхових полісів, середні витрати по придбанню яких перевищують доходи,
- ефект розміщення (диспозиції) – бажання утримати в себе цінні папери, що падають в ціні, та продати ті, вартість яких зростає,
- асиметрична цінова еластичність – еластичність зростання ціни вища, ніж її зменшення на однакову величину,
- неприйняття поганих новин – ігнорування новин щодо очікування несприятливих змін та перманентний рівень споживання.

Дж. Вілкокс та його колеги переконані, що при прийнятті рішень, в тому числі фінансових, агентам характерні певні психологічні упередження, які впливають на результати таких рішень (рис. 1.3).

Рис. 1.3. Психологічні упередження агентів, які впливають на прийняття фінансових рішень

Джерело: систематизовано автором на основі [223]

Так, на думку вчених, більшість агентів необ'єктивно оцінюють свої можливості щодо досягнення поставлених цілей та отримання бажаних результатів, тобто переоцінюють їх. Крім того, вони ідентифікують та сприймають в першу чергу ту інформацію, яка повністю відповідає їх переконанням, тоді як поза увагою знаходиться інформація, пов'язана з цінностями та поглядами, які не характерні суб'єктам, а до уваги береться лише власний попередній досвід. Агенти прийняття рішень піддаються впливу консерватизму та авторитаризму в управлінні, тому виходячи з мінімуму отриманої інформації, вони не здатні сприймати інновації та швидко реагувати на зміни у зовнішньому чи внутрішньому середовищі, а проблеми, які виникають у процесі прийняття рішень, агенти не завжди вірно ідентифікують як небезпечні або як такі, що створюють додаткові можливості [14, с. 172].

Д. Канеман переконаний, що при прийнятті рішення особа керується двома системами, які, попри протилежний вектор направленості, взаємодоповнюють одна одну і дають суттєве роз'яснення щодо природи людського мислення. Система 1 направлена на спонтанні, неупереджені та майже неконтрольовані рішення, якими людина керується у деяких ситуаціях, де необхідною є миттєва реакція або навпаки – нема необхідності обдумувати та зважувати свої рішення. У свою чергу, Система 2 направлена на вирішення завдань, які потребують зваженості, обдуманості та обґрунтованості. Ці дві системи функціонують паралельно та залежно від конкретного завдання більшою мірою спрацьовує одна з них. Наприклад, спілкування рідною мовою здійснюється на автоматичному рівні (тобто за допомогою Системи 1), а іноземна мова потребує рефлексивної Системи 2. Для того, щоб бути справді двомовним, людині необхідно за допомогою численних повторень перевести іноземну мову на автоматичну Систему 1.

Щодо ірраціональних механізмів впливу на поведінку економічних суб'єктів, то в фінансовій літературі широкого поширення набула фраза «animal spirits», яка використовувалась ще Дж. Кейнсом для опису психологічних сил, які частково пояснювали, чому економіка не рухається в передбаченій наявною теоретичною

парадигмою манері. Дж. Акерлоф та Р. Шиллер стверджують, що кейнсіанська революція була пригнічена в результаті поступового зменшення важливості «animal spirits» для забезпечення відповідності поглядам економістів, які віддавали перевагу простішій класичній або неокласичній школам [122].

Дж. Акерлоф та Р. Шиллер виділяють п’ять ключових емоційних факторів («animal spirits»):

- переконання, які є найважливішим фактором прийняття економічних рішень;

- прагнення до справедливості, емоційний імпульс, що змушує людей приймати рішення, які не відповідають їхнім економічним інтересам;

- корупція та недобросовісність, а також зростаюче їх усвідомлення, що вносить свій вклад в рецесію, підсилюючи її негативний вплив;

- ігнорування наслідків інфляції. Учені наводять докази того, що, на противагу теорії монетаризму, багато працівників під впливом грошової ілюзії здатні відмовитися від підвищення зарплати (навіть якщо ціни ростуть), коли знають, що підприємство знаходиться в складній фінансовій ситуації, але вони в більшості відмовляться від скорочення зарплати, навіть якщо економіка знаходиться в стані дефляції;

- повідомлення, що безпосередньо або опосередковано впливають на поведінку економічних суб’єктів.

Останній із «animal spirits», на думку автора, заслуговує особливої уваги, адже може спричинювати масштабні фатальні наслідки. Так, у США на початку 2000-них років після неодноразових заяв у ЗМІ про те, що ціни на нерухомість швидко зросли (що є правдою) та будуть зростати протягом тривалого часу (що є неправдою), кількість вкладників у нерухомість дуже збільшилася, у тому числі тих, які здійснювали інвестиції за рахунок запозичених ресурсів. Згодом ціни на житло впали, а відсоткові ставки зросли [98, с. 275], що потягнуло за собою необхідність рефінансування. Так, різке зростання цін на житло поступово призвело до «застою» 2004-го. На початку 2008 р. одночасно багато позичальників затримали платежі та підлягали стягненню з майна, внаслідок чого

інвестиції в субстандартні іпотечні кредити виявилися катастрофою. Провал інвестиційних фондів та іпотечних компаній призвів до значного зниження ліквідності на кредитних ринках спочатку в США, а потім і по всьому світі. Своєю чергою, таке скорочення ліквідності викликало значне падіння акцій, а також низку пов'язаних із цим економічних негативних наслідків, зокрема численні банкрутства.

Цей випадок яскраво демонструє вплив інформаційних повідомлень на фінансові рішення економічних агентів та можливі наслідки такого впливу. Звичайно, в даному випадку причиною катастрофи є не лише самі повідомлення, а психологія групової реакції на них. Так, ті з агентів прийняття рішення, які, ґрунтуючись на власних знаннях та досвіді, не вірили у таке безкінечне зростання цін, піддалися впливу масової поведінки, оцінюючи власні прогнози як хибні (що відповідає засадам біхевіористичних фінансів – ефекту інформаційного каскаду).

Показово, що хоча економісти-професіонали і були заскочені зненацька [98, с. 273], деякі вчені-біхевіористи передбачили проблему задовго до того, як вона проявилася. До прикладу, ще в 2000 р. Р. Шиллер опублікував працю [207], в якій констатував, що ціни на нерухомість були завищені, у результаті чого США опинилися в епіцентрі спекулятивної бульбашки. Р. Талер пояснює ці процеси за допомогою трьох характеристик людини: обмежена раціональність, обмежений самоконтроль і соціальні впливи [98, с. 273]. Систематизуючи психологічний вплив на прийняття фінансових рішень, вчені-дослідники фінансової поведінки [70] виділяють три основні складові: когнітивну, афективну та конативну (рис. 1.4).

Афективні компоненти визначають суб'єктивне ставлення до ситуації, її забарвлення, когнітивні компоненти визначають сприйняття, осмислення, розуміння ситуації та себе в ній, конативні – дія або, навпаки, її стримування. Всі ці компоненти зваємопов'язані та піддаються взаємному впливу, в тому числі коли мова йде про площину інвестиційних рішень. У цій сфері фінансів Р. Олсен [193] запропонував такі характеристики процесу прийняття рішень в контексті біхевіоризму:

Рис. 1.4. Психологічні складові прийняття фінансових рішень

Джерело: систематизовано автором на основі [70; 14]

- агенти прийняття фінансових рішень демонструють преференції, які, як правило, багатогранні, відкриті до змін і часто формуються в самому процесі прийняття рішень;

- агенти прийняття рішень ставлять перед собою завдання бути задоволеними власним становищем (відчувати фінансовий комфорт), а не бути оптимізатором;

- агенти прийняття рішень є адаптивними в тому сенсі, що характер рішення та середовища, в межах якого воно здійснюється, впливає на сам процес прийняття рішення;

- агенти прийняття рішень неврологічно схильні до включення впливу емоцій у процес прийняття рішень. Люди, як правило, не максимізують корисність власного вибору, а скоріше вибирають перший альтернативний результат, який задовольняє їхній рівень прагнення, і, оскільки існують серйозні обмеження в площині інформації та знання альтернативних результатів, то суб'єкти вибору діють на основі спрощеної, погано структурованої розумової абстракції реального світу – абстракції, на яку впливають особистісні сприйняття та минулий досвід. Хоча ця модель людини значною мірою далека для економіки, в різних її аспектах вона лежить в основі вагомої кількості наукових досліджень у царині господарських відносини на рівні особи, організації та соціуму [169].

У результаті впливу минулого досвіду можуть виникнути упередження через те, що деякі спогади можуть з'явитися з пам'яті з більшою легкістю, що впливає на судження приймаючих рішення агентів про відносну частоту та важливість даних. Це призводить до переоцінки ймовірності виникнення емоційно яскравих подій, або нещодавніх подій, а також недооцінки подій, які сталися раніше або викликали менший психологічний резонанс. При цьому слід пам'ятати, що особи, які приймають рішення, оцінюють негативні та позитивні результати по-різному. Їх реакція на втрати є більш експресивною, ніж їхня відповідь на отримання вигоди, тобто невдоволення втратами є більшим, ніж задоволення від отримання такої ж суми у вигляді прибутку.

У теоретичній конструкції поведінкових фінансів одним з найбільш поширених елементів є транстеоретична модель зміни поведінки, основною метою якої є допомога людям навмисно змінити поведінку. Застосовується вона до зміни фінансової поведінки в якості процесу, який включає в себе 5 інтегрованих етапів [225]: 1) усвідомлення проблеми та необхідності зміни фінансової поведінки; 2) мотивація зміни фінансової поведінки; 3) розвиток майстерності – підготовка до зміни фінансової поведінки, 4) первинне прийняття нової фінансової діяльності чи поведінки та 5) підтримання нової фінансової діяльності та інтеграція у стиль життя. Ці етапи пов'язані з цілою низкою

особистісних характеристик, що визначають власне ставлення до зміни поведінки для окремого суб'єкта:

1. Рівень сприйняття тяжкості проблеми – стосується відчуття серйозності проблеми та її наслідків, а також наслідків зміни поведінки (бездіяння) у зазначених умовах (урахування загрози зменшення оборотного капіталу для стійкості підприємства або врахування соціальних наслідків необхідності звільнення персоналу та ін.). У даному випадку звичний суб'єктивізм доповнюється ролями, які різні люди виконують у суспільстві. Так, відповідно до традиційних гендерних ролей, жінки зазвичай демонструють менші фінансові знання, мають більше фінансових проблем і менше впевнені у своєму фінансовому становищі [161]. Разом з тим, отримана фінансова інформація може принести більшу вигоду для жінок, ніж для чоловіків, через більший розрив знань. К. Лойбл і Т. Хіра [183] визначили, що жінки можуть почувати себе більш комфортно, ніж чоловіки, в обговоренні з родиною, друзями або колегами теми особистих фінансів, і тому можуть бути більш мотивовані почати їх вивчати. Крім того, дослідження показали, що існують відмінності в детермінантах сприйманої фінансової ситуації та очікуваного фінансового стану чоловіків і жінок через те, що вони прийняли різні гендерні ролі. Т. Хіра та О. Мугенда [161] виявили, що жінки частіше, ніж чоловіки, задоволені своїм рівнем заощаджень, а також менш схильні до ризику, що пов'язано із біологічно закладеною й еволюційно більш розвиненою схильністю до відповідальності за репродукцію. Крім того, згідно з експериментальним базисом теорії ігор, жінки значно сильніше кооперуються в іграх, причому для змішаних груп показник є більшим у порівнянні з виключно жіночими групами (співпрацюють 65 % часу та 50 % часу відповідно) [153].

2. Суб'єктивне сприйняття власної стійкості (або вразливості) до мінливих змін зовнішнього та внутрішнього середовища та потенційних загроз і відхилення від запланованого сценарію.

3. Суб'єктивне сприйняття ефективності мір зменшення загроз і антикризових заходів в умовах погіршення фінансового стану. Прийняті рішення в даному контексті базуються на позитивному сприйнятті тільки тих мір, які

оцінюються як корисні, тобто такі, що в результаті покращать фінансове становище через вплив на маркетингову, виробничу, інформаційну або безпосередньо фінансову складову діяльності підприємства.

4. Суб’єктивне сприйняття бар’єрів до успіху – означає різну міру сприйняття ризиків у прийнятих рішеннях та, як результат, призводить до переоцінки витрат та користі конкретних дій на шляху до «видужання», оскільки ці дії можуть бути дорогими, небезпечними, трудомісткими, неприємними з точки зору суб’єктивних відчуттів економічних агентів, мати побічні наслідки. Рівень ризику, присвоєний проблематичній ситуації, визначає величину несприятливих ефектів, які можуть виникнути з певною ймовірністю, і пов’язаний у тому числі з особистісною оцінкою критичності ситуації та її наслідків, схильністю до прийняття ризику, соціальними нормами. Щоб подолати невизначеність у прогнозуванні майбутніх сценаріїв втрат, управління ризиками дуже залежить від припущень про випадковий характер змін цін та втрат, а також від моделей ймовірності втрат та серйозності втрат на основі статистичного аналізу історичних даних. Однак, варто зауважити, що мета використання теорії ймовірностей та статистики для оцінки майбутніх втрат полягає лише в тому, щоб допомогти у формуванні обґрунтованого судження у ситуаціях, коли людина не має повної інформації. Також важливо, що єдиною метою статистичного аналізу минулих даних є отримання суб'єктивного судження, яке дозволяє оцінити ймовірність майбутніх подій на основі переконання, що існує причинно-наслідковий зв'язок між минулими та майбутніми подіями.

Для ілюстрації цього пункту з урахуванням будь-якої реальної випадкової послідовності подій (наприклад, підкидання монети), ймовірність наступної події (випадання орла або решки) не залежить від ідеальної інформації про характеристики випадкової події (які не можна передбачити заздалегідь), але статистично демонструється подіями, які вже спостерігалися. Тобто ймовірність того, що визначена наступна подія відбудеться, визначається обмеженою кількістю подій, які вже спостерігалися, а тому це не може давати абсолютно точний прогноз. Оскільки кількість спостережень зростає, то це припущення має

тенденцію до наближення до істини. Так, прогноз, заснований лише на минулих спостереженнях, завжди є суб'єктивним висновком, що виходить з наявних даних і переконання в тому, що всі компоненти, які мають дотичність до досліджуваної проблеми, не будуть змінюватися неочікуваним чином (наприклад, після декількох кидків монета деформується і стає упередженою). Кожного разу, коли людина припускаємо, що деяка властивість випадкової послідовності триватиме і в майбутньому, вона робить свідому, але цілком суб'єктивну оцінку такої ситуації [160].

5. Ключ до дії – мотиватор, що необхідний для запуску процесу прийняття рішення, в результаті якого рекомендовані заходи переходять в розряд виконуваних у дискретний період часу, це інструмент, що додає впевненості здатності успішно виконати поставлене завдання.

6. Ставлення до зміни власної поведінки – у даному контексті існують 2 види переконань: нормативні та поведінкові. Нормативні переконання – це ситуаційні засади соціальних очікувань, які вважаються правилами. Норми – це сприйняття агентом прийняття рішення думки інших людей щодо визначеної фінансової поведінки. Нормативні переконання впливають на суб’єктивні норми, а поведінкові переконання – на ставлення. Ставлення економічного агента до поведінки визначається його очікуваннями щодо результатів поведінки та ступеня оцінювання результату, а це означає, що економічний агент в умовах невизначеності прийме рішення на користь вживання заходів по мінімізації проблемних сфер у тому випадку, якщо рівень його переконання у тому, що дані зміни поведінки дадуть успішний результат, є достатньо значимими, а ступінь суб’єктивного сприйняття переваг перевищує витрати. Рівень схильності до зміни поведінки може визначати або її зміни, або пошук та прийняття рішень, що спрямовані на скорочення діяльності, що характеризується найбільшим ризиком.

7. Самооцінка – вагомий фактор, що може спричинювати зміну фінансової поведінки, в тому числі кардинальні зміни фінансової тактики та стратегії задля досягнення цілей функціонування під впливом зовнішніх викликів та зміни внутрішнього середовища. Центральною лінією в цьому пункті є віра у готовність

до змін і можливість продукувати стимули до неї (позитивні очікування повинні перевищувати негативні).

Ці й інші особистісні характеристики мають вагому (а інколи визначну) роль у прийняття рішень щодо зміни фінансової поведінки, у тому числі в контексті коротко- чи довгострокового формулювання цілей. Крім того, у процесі прийняття рішення щодо зміни фінансової поведінки, тобто у випадку, коли мети підвищення фінансового комфорту не досягнуто, але існує ймовірність зміни ситуації, на прийняття такого рішення впливають ряд поведінкових упереджень. Найвагомішими з них, на думку автора, є упередження соціального порівняння (перевага надається суб'єктам з подібними соціальними орієнтирами), упередження надмірного оптимізму (необґрунтований оптимізм), ефект Пельцмана (збільшення ризику по мірі зростання безпеки), ефект моральної переваги (більша упередженість людей з наявним досвідом неупереджених суджень) – сприяють зміні фінансової поведінки – та упередження нульового ризику (перевага зведенню малого ризику до нуля над вагомим зменшенням великого ризику), стереотипізація (присвоєння невідомим об'єктам характеристик, властивих групі об'єктів), раціоналізація після придбання (переконування себе в ефективності вже вчинених дій), ефект Земмельвейса (відкидання нових свідчень щодо неефективності власних ідей) – протидіють зміні фінансової поведінки. Негативне рішення щодо зміни фінансової поведінки призводить до пасивної форми поведінки – тобто такої, яка передбачає відсутність модифікацій і мобільності на фінансовому ринку, схильність до консерватизму (рис. 1.5).

З рис. 1.5 видно, що суб'єктам попиту (інвесторам) та суб'єктам пропозиції (емітентам) характерні різні набори поведінкових упереджень, що пов'язано зі специфікою фінансових рішень, що приймаються ними, та цілей, що прагнуть вони досягти. Так, основними поведінковими упередженнями суб'єктів пропозиції, на думку автора, є:

- ефект соціальної бажаності – надмірне інформування про свої привабливі соціальні характеристики та замовчування – непривабливих;

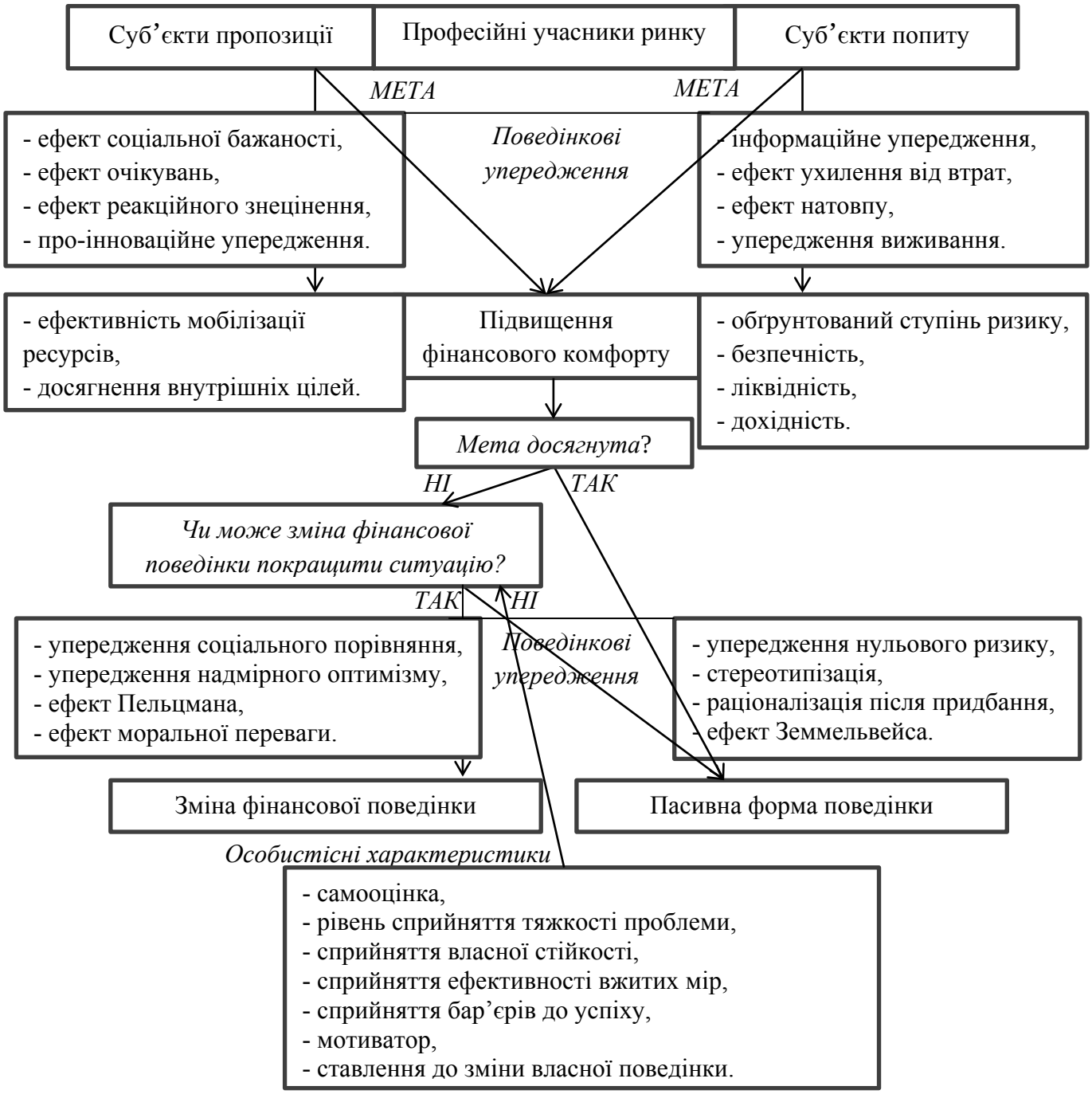


Рис. 1.5. Систематизація поведінкових факторів впливу на прийняття фінансових рішень та зміну фінансової поведінки

Джерело: розроблено автором

- ефект очікувань – маніпуляція результатами спостереження для підтвердження очікувань;

- ефект реакційного знецінення – зміцнення пропозицій за умови ймовірної появи їх у конкурента;

- про-інноваційне упередження – надмірний оптимізм щодо інновації або винаходу чи їх корисності для суспільства за умови не помічання негативних їх сторін.

Основними поведінковими упередженнями суб'єктів попиту, на думку автора, є:

- інформаційне упередження – пошук інформації, навіть якщо вона не має впливу на ситуацію;

- ефект ухилення від втрат – перевага збереження ресурсів над їх збільшенням, яке пов'язане з ризиком втрат;

- ефект натовпу – тенденція повторювати вчинки інших;

- упередження виживання – концентрація уваги на об'єктах, що «пережили» певний процес, ігнорування даних про зниклі об'єкти.

Формування цих поведінкових упереджень характеризується впливом демографічних характеристик (таких як гендерна приналежність, національно-культурні особливості, освіта та ін.), когнітивних характеристик (таких як думки, ставлення, знання, переконання та ін.), емоційної складової (що розглядається як здатність індивідуума реагувати на емоційні потрясіння за допомогою різноманітних прийомів, стратегій та заходів) та середовища. Саме тому фінансову поведінку не можна розглядати абстраговано від індивідуальних характеристик агента прийняття рішень та специфіки середовища. Вплив останнього визначається за принципом «стимул-реакція», причому стимул є подразненням зовнішнього середовища, тому викликає у різних суб'єктів різні реакції, оскільки їхні середовища різняться набором контрагентів.

На противагу описаних поведінкових підходів на теренах фінансової науки існує концепція ефективного фінансового ринку, що функціонує за наявності повної достовірної економічної інформації, яка, у свою чергу, дозволяє суб'єктам ринкових відносин максимізувати прибуток (дохід) від фінансових операцій. Фундатором названої концепції є американський вчений Ю. Фама, наукові праці якого побачили світ ще в середині минулого століття і за кілька десятиліть піддалися критиці з боку інших вчених, адже в реальності концепція спрацьовує

за умов, коли вся релевантна інформація є доступною та безкоштовною і відсутні можливості для отримання спекулятивного й арбітражного доходу [85].

Дж. Стігліц та С. Гроссман слушно підмітили, що в разі існування ефективного ринку ціни на акції вже піддалася коректуванню всієї дотичної інформації, а тому жоден економічний агент не матиме мотиву для отримання нової інформації про даний актив («парадокс Гроссмана-Стігліца») [159]. У результаті наукових пошуків вони створили концепцію маржинальної вартості, відповідно до якої ціна на актив відображає всю доступну інформацію доки маржинальні витрати на її отримання та переробку не перевищуватимуть маржинальних вигоди. Згодом була створена компромісна концепція, відповідно до якої виділено три форми ефективності ринку: сильна, напівсальна та слабка і доведено, що більшість розвинених ринків знаходяться у слабкій формі ефективності.

Із даною концепцією має спільні характерні ознаки і модель Башельє про випадкове блукання на фінансовому ринку. В її основі лежить гіпотеза про випадковий характер зміни ринкових цін, які піддаються впливу випадкових новин. Причому вплив нової інформації на дохідність цінних паперів є суттєвим: погані новини спричиняють значне здешевлення корпоративних цінних паперів, а хороші – різке підвищення їх цін [6]. Причому значимість розглянутої події може бути невисокою, тобто ринок проявляє гіперреакцією, що також пояснюється психологічними властивостями його учасників.

Разом з тим, економічні агенти прагнуть мати «правильний» рівень фінансового комфорту і дотримуватися його. Однак, майже всі відхилення від стратегічно сприятливих фінансових рішень є проявом вродженої потреби економічного агента в короткостроковому фінансовому комфорті, при цьому довгострокові фінансові цілі часто нехтуються, особливо коли мова йде про проблемне фінансове становище. У цих умовах правильне питання полягає в наступному: яким чином прийняте рішення може забезпечити фінансовий комфорт за мінімальних витрат для довгострокової фінансової віддачі?

Це питання належить, зокрема, до експериментальної концепції дослідження економічних явищ (у взаємозв'язку з якою часто розглядають біхевіористичні фінанси). Базисом цієї концепції є використання експериментів як інструменту дослідження. Однак той факт, що вчені-біхевіористи використовують різні методи, перетворює їх методологію на еклектику та робить відмінними від учених-прихильників експериментальної концепції (рис. 1.6).

Рис. 1.6. Методи дослідження у поведінкових фінансах

Джерело: [123]

Окрім методів дослідження, представлених на рис. 1.6, у біхевіористичних фінансах використовується також функціональна магнітно-резонансна терапія (фМРТ), яка проводиться з метою вимірювання гемодинамічних реакцій (змін в потоці крові), викликаних нейронною активністю головного або спинного мізків, що демонструє відповідь останніх на різного роду збудники (у тому числі візуального характеру).

З вищерозглянутого слідує, що психологічні феномени мають значний вплив на фінансову діяльність, адже прийняття фінансових рішень зазвичай супроводжуються ризиком та невизначеністю. Саме тому формулювання теоретичного підґрунтя та методологічного забезпечення впливу психології людини та інших соціальних чинників на фінансові рішення є одним із

найактуальніших завдань сучасних досліджень в економіці загалом і в фінансах зокрема. На сьогодні формалізовано чимало ефектів та закономірностей поведінкових фінансів, однак основне завдання, яке полягає у побудові теорії поведінкових фінансів як єдиного уніфікованого вчення, залишається невирішеним.

1.3. Біхевіористичні фінанси у дослідженні суб'єктів реального сектору економіки

Дослідження суб'єктів реального сектору економіки передбачає чітке відмежування останнього від інших компонентів економічної системи, що є запорукою його об'єктивного аналізу та виявлення закономірностей розвитку та ролі у забезпечені стійких позитивних зрушень в економіці. Вперше поняття «реального сектору» (точніше, «реального капіталу») використовувалося ще К. Марксом при диференціації капіталу за ознакою участі у виробничому процесі, де вченим виділено реальний капітал, який створює додану вартість, та фіктивний, який не бере участі у створенні суспільного продукту [72]. На початкових етапах використання даного терміну (і навіть у працях деяких сучасних вчених) його асоціювали тільки з матеріальним виробництвом, тому до 1996 р. показники сукупного суспільного продукту та національного доходу в Україні розраховували тільки на основі результатів виробничої сфери (оминаючи сферу послуг та ринки товарів і послуг). На думку автора, такий підхід не може застосовуватися в умовах сучасності, адже сфера послуг є невід'ємною частино національного багатства, а через це – вона повинна враховуватися при розрахунку національного доходу. Тому трансформація структури економічної системи вимагає адекватного наукового підґрунтя, а еволюція (розширення) трактування реального сектору подана на рис. 1.7.

Рис. 1.7. Еволюція поняття «реального сектору економіки»

Джерело: систематизовано автором на основі [19; 107; 1, с. 11–12; 186; 4, с. 72; 91]

Автор під реальним сектором економіки розуміє сукупність суб’єктів господарювання, які безпосередньо створюють додану вартість (забезпечуючи тим самим стійкий економічний розвиток та добробут) та формують валовий внутрішній продукт, виробляючи матеріальні та нематеріальні товари і послуги з їх подальшою реалізацією за винятком тих господарюючих одиниць, фінансово-кредитні та біржові операції для яких є основним видом діяльності. Причому, на думку автора, висловлювання щодо реального сектору на кшталт «…виробляють матеріальні та нематеріальні товари і послуги, за винятком фінансово-кредитних і біржових операцій» (В. Андрєєва) не може мати місце у фінансовій науці, оскільки воно виключає із поля дослідження фінансові операції загалом (а отже

до реального сектору не можуть належати підприємства, які здійснюють будь-які фінансові операції), а не господарюючих суб'єктів, для яких ці фінансові операції є основним видом діяльності. Тоді як суб'єкти реального сектору можуть займатися і займаються фінансовою діяльністю як неосновною.

В межах даного підходу економіка країни розглядається як така, що має чотирикомпонентну структуру (рис. 1.8).

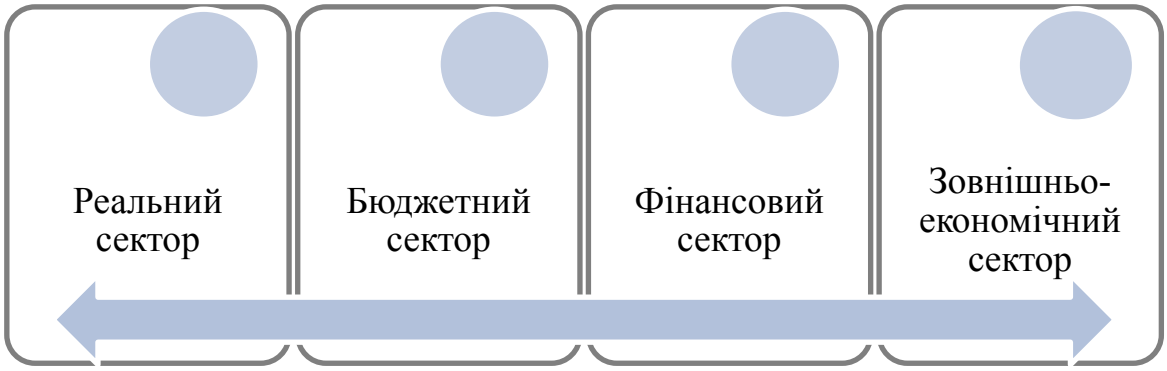


Рис. 1.8. Складові економічної системи країни

Джерело: розроблено автором

Основна функція бюджетного сектору економіки – перерозподіл доходів через видаткові статті державного бюджету, тому його називають державним, або фіскальним, або сферою публічних фінансів. Фінансовий (або банківський) сектор включає зовнішні та внутрішні грошові потоки центрального банку, мережі комерційних банків і небанківських фінансових структур, а також біржові операції. Зовнішньоекономічний сектор включає експортно-імпортні операції, які відображаються на торговельному балансі країни та відображають інтегрованість конкретної економіки зі світовою спільнотою.

Повертаючись до реального сектору, варто звернути увагу, що він включає підсектор матеріального виробництва та невиробничих (нематеріальних) послуг, торгівлю та науку. Осередком реалізації даних структурних елементів є визначена організаційно-правова форма здійснення господарської діяльності на мікрорівні у вигляді суб'єкта господарювання, у наукових дослідженнях щодо якого досить хаотично з'являються категорії «підприємство», «фірма», «господарська організація», «суб'єкт підприємництва». Остання категорія ототожнюється із

суб’єктом господарювання і є найширшою, оскільки відповідно до Господарського кодексу України [21] включає:

1. господарські організації – юридичні особи, створені відповідно до Цивільного кодексу України, державні, комунальні та інші підприємства, створені відповідно до Господарського кодексу України, а також інші юридичні особи, які здійснюють господарську діяльність та зареєстровані в установленому законом порядку;

2. громадян України, іноземців та осіб без громадянства, які здійснюють господарську діяльність та зареєстровані відповідно до закону як підприємці.

Поряд із суб’єктами підприємництва та суб’єктами господарювання використовується також поняття «бізнесова одиниця», яке включає в себе і юридичних осіб, і фізичних осіб, і, на думку автора, більш точно відповідає викликам сучасності, оскільки описує одиницю господарювання, яка займається бізнесовою діяльністю в умовах постійної конкуренції та боротьби, що найбільш характерно поведінці сучасних економічних суб’єктів. Разом з тим, дана категорія ще не має в Україні закріплення на законодавчому рівні, тому для уникнення тлумачних колізій автор мінімізовуватиме її використання.

Щодо розмежування категорій «підприємство» та «фірма», то науковці не можуть знайти єдиного знаменника у співвідношенні даних понять. Деякі джерела розглядають їх як взаємозамінні [74, с. 22]. Інший підхід передбачає виділення підприємства як основної категорії в дослідженні суб’єктів господарювання, а фірма означає ім'я, під яким юридично повноправний господарюючий суб'єкт (одноосібний чи колективний) веде свої справи (наприклад, Приватне підприємство фірма «ДНІПРО ТРЕЙД»). Навіть у Господарському кодексі України використовується словосполучення «комерційне (фірмове) найменування» [21]. В. Чепінога зазначає, що у немарксистській економічній теорії замість терміна «підприємство» вживається поняття «фірма», під яким розуміють певну абстрактну одиницю, що виконує переважно технічні завдання [110].

Інші джерела [86] виходять з того, що виробничі підприємства, збутові контори та різні служби функціонують у вигляді фірми або входять до її складу. В такому разі підприємство не є юридичною особою, відповідальність за нього несе фірма, до складу якої воно входить.

Існують й інші підходи до розмежування понять «підприємство» та «фірма». Так, є думка, що їх можна розрізняти також за формою власності (якщо державна власність – то підприємство, а якщо приватна – то це фірма) або за сферою діяльності (якщо здійснює виробничу діяльність – це підприємство, а якщо невиробничу – то фірма).

На думку автора, такі підходи до відокремлення розглянутих категорій занадто їх поляризують, наділяючи різними властивостями на основі прийнятих в бізнесі сталих традицій. Відмінності між цими поняттями, на погляд автора, носять значною мірою абстрактний характер, і разом з тим, поняття «фірма» є, на думку автора, ширшим, ніж поняття «підприємство», оскільки включає в себе не тільки безпосередньо місце, де предмети праці перетворюються на кінцевий продукт в результаті поєднання факторів виробництва у закінченому виробничому циклі (тобто підприємство як організаційно-технологічна одиниця, яка асоціюється із виробничою його функцією), а й сукупність нематеріальних людських цінностей та надбань як самого продукту, так і пов’язаних із ним процесів (в тому числі статус, родинні зв’язки між працівниками, усталені традиції, соціальний захист працівників, захист навколишнього середовища і т.д.), які можуть як позитивно, так і негативно впливати на віддачу в роботі.

В умовах сьогодення вказані нематеріальні цінності та надбання є одночасно й інструментом просування бізнесу, і ціллю його ведення, що, на думку автора, наділяє фірми суттєвими перевагами перед підприємствами з точки зору наукового дослідження їх як господарюючих організацій. Тобто поняття «фірма» сьогодні є більш актуальним і повним з точки зору тенденцій розвитку економічної складової суспільного життя: появою нових форм організації бізнесу, збільшенням ролі сфери послуг, глобалізаційними процесами, інформатизацією суспільних відносин, впровадженням інноваційних технологій, віртуалізацією

капіталу та ін., а тому для цілей наукових пошуків у сфері біхевіоризму доцільно було б використовувати категорію «фірма» (хоча варто зазначити, що категорія «підприємство» теж може мати місце у випадку, коли до уваги береться тільки сам процес творення кінцевого продукту, а не фактори його реалізації). Проте, оскільки на законодавчому рівні категорія «фірма» не закріплена (що є, на думку автора, недоліком українського законодавства), автор користуватиметься категорією «підприємство» в широкому її трактуванні для усунення будь-яких протиріч.

Цікаво, що з точки зору теорії фінансів, в умовах сучасності для господарюючих суб'єктів ключову роль грає не юридичний статус чи розмір, а більшою мірою можливості щодо використання джерел фінансування та інструменти, за допомогою яких ці джерела експлуатуються. У цьому контексті західні науковці зосереджують увагу на корпоративній формі організації бізнесу. На думку автора, українська наука повинна переймати такий досвід, адже з урахуванням сучасних зрушень економічної світобудови та її фінансових законів можливість використовувати виключні переваги фондового ринку перетворює корпорацію на перспективний і ключовий елемент економічної системи у порівнянні з товариствами та фізичними особами-підприємцями.

Відповідно до вимог сучасності трансформується і розуміння сутності корпоративної форми підприємництва. Поняття «корпорація» та «корпоративний сектор» на сьогодні настільки широковживані, що характеризують підприємницькі структури, які володіють тільки окремими юридичними й економічними ознаками корпоративних форм організації бізнесу [6]. Такий процес в фінансовій науці дістав назву «корпоратизація».

У працях сучасних українських дослідників [44, с. 13] знаходимо цілком універсальне трактування даного поняття, які називають корпорацією інституційну одиницю, що створюється її власниками (власником) заради отримання вигоди. Аналогічний підхід щодо семантики поняття «корпорація» застосовується на базі Системи національних рахунків (System of National Accounts): корпорація є узагальнюючим поняттям, під яким розуміються

юридичні особи, що створюються спеціально з метою виробництва товарів і послуг та їх продажу на ринку та які є джерелами прибутку чи іншої фінансової вигоди для свого власника (власників) [216].

При аналізі корпорації потрібно відповісти на 3 питання [6, с. 75]: 1. Чому виникають корпорації? 2. Якими є оптимальні межі корпорації? 3. Якою має бути структура корпорації? На ці та інші питання, що стосуються об'єкта даного дослідження, фінансисти в різні часові проміжки відповідали по-різному. Так, загальновідомо, що в теорії фінансової науки сформувалося 3 основні методологічні підходи (наукові парадигми) до дослідження фінансів суб'єктів господарювання та формулювання теоретичних та практичних висновків щодо розробки критеріїв прийняття ними рішень: класичний, неокласичний, неоінституційний.

Щодо хронологічно першого з них, то представники класичного підходу зробили свій внесок у обґрунтування процесів фінансового забезпечення діяльності суб'єктів господарювання, визначення найвигідніших способів збільшення його капіталу та процеси реструктуризації підприємств виходячи з позиції ринкової рівноваги. Разом з тим, класики звернули увагу на роль людини в господарській діяльності. Так, її особистий інтерес відіграє основну роль у мотивації економічної діяльності, а матеріальним носієм особистого інтересу є грошовий дохід (матеріальний зиск). Іншими словами, для підвищення продуктивності роботи працівників на підприємстві достатньо покращити їхнє матеріальне забезпечення, оскільки основною метою діяльності людини є максимізація прибутку. Дані постулати лягли в основу концепції «людини економічної», або homo economicus [96]. Визначальним, як уже зазначалося, є те, що відповідно до названої концепції людина як учасник економічних відносин або складова суб'єкта господарювання керується егоїзмом та турботою виключно про власну вигоду. Абстрагуючись від усіх інших мотивів поведінки, концепція визнає тільки особистий інтерес, який виявляється в раціональних діях.

Класична економічна теорія загалом та теорія фінансів у тому числі стали міцним фундаментом для подальших досліджень на рівні підприємств. Однак,

наближаючи об’єкт дослідження фінансів до реального життя, зрозуміло, що стан ринкової рівноваги не можна розглядати як перманентну основу функціонування економіки в довгостроковій перспективі, а людина не завжди здатна діяти раціонально, виходячи тільки зі своїх меркантильних інтересів, хоча вони значною мірою визначають поведінку людини.

Представники інституціонального підходу вивчали вплив інституцій на суспільство й економіку та особливу увагу звернули на інститути: норми, правила, стереотипи, звички, і традиції, яким підпорядковуються суб’єкти господарювання та інші учасники економічних відносин. Основним мотивом поведінки людини у інституціоналістів була не максимізація прибутку, а відповідність своєму становищу в межах інституту, зміцнення статусу в суспільстві. Інституціоналісти, як і класики, підтримували позицію раціональної поведінки людини та визнавали той факт, що саме завдяки їй (раціональній поведінці) зроблено прорив у розвитку фінансової науки та підвищено рівень життя населення. Водночас, учені зазначали, що у своїх крайніх вираженнях раціоналізм і економічна свобода породжують ірраціональні форми поведінки. Однак ці форми вважалися негативними та небажаними щодо суспільства, людини та природи, а нерідко такими, що ставлять під загрозу навіть саме існування людини [37].

Наступним етапом дослідження фінансової діяльності суб’єктів господарювання є поява праць неокласиків, котрі розглядали підприємство як систему перетворення вихідних ресурсів в готову продукцію та зосередили свою увагу на процесах, що відбуваються на ринку капіталів. Так, лауреатами Премії імені А. Нобеля М. Міллером та Ф. Модільяні виявлено та доведено залежність між вартістю підприємства та структурою і вартістю капіталу. Ще один лауреат Премії імені А. Нобеля Г. Марковіц виявив пряму залежність між дохідністю інвестицій та ризиком, а В. Шарп розробив модель оцінки капітальних активів (CAPM), в якій вперше виділено системний та несистемний ризики.

Деякі з наведених відкриттів неокласиків пізніше піддалися критиці, хоча вони, однозначно, є прогресивними і значною мірою пояснюють процеси, що

відбуваються на ринку капіталів Так, Дж. Стігліц дослідив, що насправді додаткова емісія акцій корпорацією в більшості випадків тягне за собою їх здешевлення через усвідомлення інвесторами, що ці акції є переоціненими. Тому такий спосіб фінансування корпораціями використовується дуже рідко, щоб не викликати негативної реакції власників акцій, натомість віддається перевага випуску облігацій і залученню позикового капіталу [215]. Варто зауважити, що в працях М. Міллера та Ф. Модільяні вплив цих видів фінансування на поведінку інвесторів не вказаний.

Неокласики зробили значний вклад у розуміння сутності корпоративних фінансів, однак їхні висновки базуються більшою мірою на власних суб'єктивних твердженнях та в основі мають теорію досконалого ринку, яка, крім іншого, передбачає, що всі економічні суб'єкти на ринку мають однаковий доступ до інформації і в рівній мірі її використовують, тобто існує абсолютна визначеність, що в реальних умовах є недосяжним. Крім того, дана теорія, як і класична, передбачає, що учасники ринку діють з метою максимізації власної корисності – отримання прибутків, а їх поведінка є абсолютно раціональною.

Наступниками неокласиків стали представники неоінституційної теорії фінансування, котрі за об'єкт дослідження взяли окремі фінансові інституції та дослідили фінансові відносини, що виникають між ними з точки зору комплексності та системності. Як наслідок – з'явилися теорії агентських відносин, фінансового посередництва, концепція максимізації вартості капіталу власників та багато інших, які порівняно з попередніми характеризуються більшою об'єктивністю та, як наслідок, більшою практичною значущістю. Один із фундаторів неоінституційного напряму у вивченні фінансів К. Ерроу відзначає, що окремі економічні суб'єкти прагнуть передусім якомога краще реалізувати власні преференції [124]. Тобто у працях неоінституціоналістів власний егоїзм економічних суб'єктів розглядається як основний мотив.

До середин XX ст. науковою базою в дослідженні корпоративних фінансів була книга А. Девінга [141], що носила інструктивний характер і спиралася на нормативно-правові акти. Вперше книга про механізми функціонування фінансів

корпорацій на практиці була написана інвесторами Б. Грехемом та Д. Доддом у 1951 р. [158] і включала аналіз акціонерного капіталу корпорацій, їхніх активів, доходів та дивідендів.

В останні десятиліття фінансисти левову частку уваги приділяють неекономічним факторам, що впливають на процеси взаємодії суб'єктів в економічній системі та задоволення їх потреб і, звісно, першочерговість останніх. Так, відповідно до підприємницької теорії фірми остання уособлюється із постаттю підприємця та ставить реалізацію творчої функції та досягнення особистих цілей підприємця вище за всі інші потреби.

Й. Шумпетер, досліджуючи еволюційну поведінку фірм, звертає особливу увагу на постать підприємця як основного суб'єкта економічного розвитку. При цьому вчений використовує концепцію і раціональної (економічної) людини, і реальної (ірраціональної). М. Вебер, ідеалізуючи мотиви сучасного бізнесу, домінантами підприємницької поведінки визначив протестантську етику та харизматичність як основні характеристики підприємця [116].

Теорія корпорації Дж. Гелбрейта просуває ідею домінування соціальної функції, оскільки господарюючі суб'єкти асоціюються з множиною контрактів, що забезпечують стабільність не тільки бізнесу, але й суспільства, а їх цілі пов'язують із досягненням планового рівня зростання корпорації та мінімізації ризику, оскільки максимізація прибутку не може розглядатися як основна мета її діяльності. Крім того, Дж. Гелбрейт був переконаний, що для максимально ефективного функціонування корпорацій доцільно, щоб рішення приймалися найбільшою кількістю людей, які були б спеціалістами у вузькій сфері, а також доводив, що управлінські повноваження постійно зміщуються у бік фактора, який найважче замінити, і на сьогодні це сукупність людей із різними знаннями та досвідом [23].

Мережева теорія організації розглядає підприємство як сукупність взаємопов'язаних цілями розвитку суб'єктів, що ставлять за мету розвиток відносин з партнерами та розподіл ризиків між партнерами.

Ще П. Самуельсон, аналізуючи широке коло економічних проблем [204], зазначав, що для великих корпорацій особливо гострою є проблема демократичності управління, адже за умови великої кількості акціонерів здійснювати контроль над діяльністю менеджерів та їх відповідальністю на практиці вкрай складно. Учений вважав, що запорукою успіху великих корпорації є пошук компромісу між останніми та суспільством.

Ще один американський вчений (українського походження) С. Кузнєц доводив, що запорукою успішного функціонування економічних суб’єктів є структурна перебудова всієї економічної системи, яка спрямована в першу чергу на розвиток інноваційності. Так, вчений наголошував на необхідності покращувати інтелектуальний клімат у країні за рахунок рівноправності, звільнення від релігійних забобонів і націоналізму. Він бачив чіткий зв'язок між показниками вкладення в людський капітал та економічним зростанням [177]. Послідовники С. Кузнєца, продовжуючи його наукові пошуки, доводили наявність взаємозв’язку між рівнем демократизації суспільства та його економічним розвитком [164].

Представники інституціоналізму підтримували методологічний холізм, який означає, що вихідним пунктом аналізу є не індивіди, а інститути, які виступають як форми організації поведінки економічних суб'єктів. Також вони були прихильниками міждисциплінарного підходу, що передбачає необхідність вивчення всіх чинників, які формують соціально-культурне середовище, в якому протікають економічні процеси.

Тенденція відходу від загальноприйнятого та глибоко вкоріненого твердження про те, що максимізація прибутку є найважливішим мотивом економічної діяльності господарюючих суб’єктів, глибоко закріпилася в кінці минулого століття, а результати наукової діяльності в даній сфері були оцінені в наукових колах, у тому числі Нобелівським комітетом. Так, у 1978 р. Премію імені А. Нобеля з економіки отримав Г. Саймон, який доводив, що максимізація прибутку значною мірою є абстракцією, адже люди та підприємства (в особі їх менеджерів) припускаються математичних прорахунків при прийнятті рішень у

випадку наявності вибору з багатьох альтернатив, а це означає, що вони не можуть прорахувати всі наслідки свого вибору, що не дозволяє їм досягнути цільової функції [210]. У 1994 р. ця премія була присуджена Р. Зельтену, який досліджував ігрові моделі в економіці, а також фактори, які впливають на прийняття рішень індивідуумами, а у 2002 р. – Д. Канеману та В. Сміту за дослідження у сфері прийняття рішень в умовах невизначеності, у 2017 р. – Р. Талеру за значний внесок у розвиток поведінкової економіки крізь призму обмеженої раціональності, соціальних переваг і самоконтролю.

У ході цих та інших досліджень вченими встановлено, що на рішення, які приймаються учасниками ринкових відносин – суб'єктами прийняття рішень – впливають ряд суб'єктивних факторів: культура, релігія, психологія, ілюзія, емоції, помилкове сприйняття інформації та інші фактори, які прийнято називати поведінковими (ірраціональними). Дослідження впливу таких чинників та їх наслідків покладено в основу вивчення економічних суб'єктів у межах поведінкових фінансів. Так, сьогодні поведінкова концепція фінансів слугує одним із основних інструментів дослідження у тому числі суб'єктів підприємництва. Це пов'язано з тим, що, по-перше, управління будь-яким підприємством здійснює людина – менеджер, і в його рішеннях завжди присутній фактор суб'єктивізму. Навіть якщо суб'єкт прийняття рішення є професіоналом у своїй справі, роботом він бути не може, тому, закономірно, і допускається помилок. По-друге, підприємство – це колектив, що складається з людей, причому ці люди мають абсолютно різні мотиви до дії. По-третє, з точки зору економічної системи загалом – суб'єкт господарювання можна розглядати як цілісний «організм» і простежити його поведінку.

При цьому суб'єктів, що приймають рішення, у межах даної роботи автор називає агентами прийняття рішень (не в такому значенні, як це поняття використовується в інформаційних технологіях, де його застосовують як систему вироблення рішень з елементами штучного інтелекту [40], а як суб'єктів, що мають більш або менш значущу чи одноосібну роль у прийнятті рішень в умовах невизначеності на рівні суб'єктів господарювання). Це поняття, на думку автора,

більш акцентує увагу на провідній проблемі економічних агентів – необхідності здійснення різноаспектних виборів (у цьому контексті їх розглядають за кордоном), а не участі у процесах виробництва, розподілу, обміну і споживання (як їх розглядають вітчизняні дослідники) (рис. 1.9).

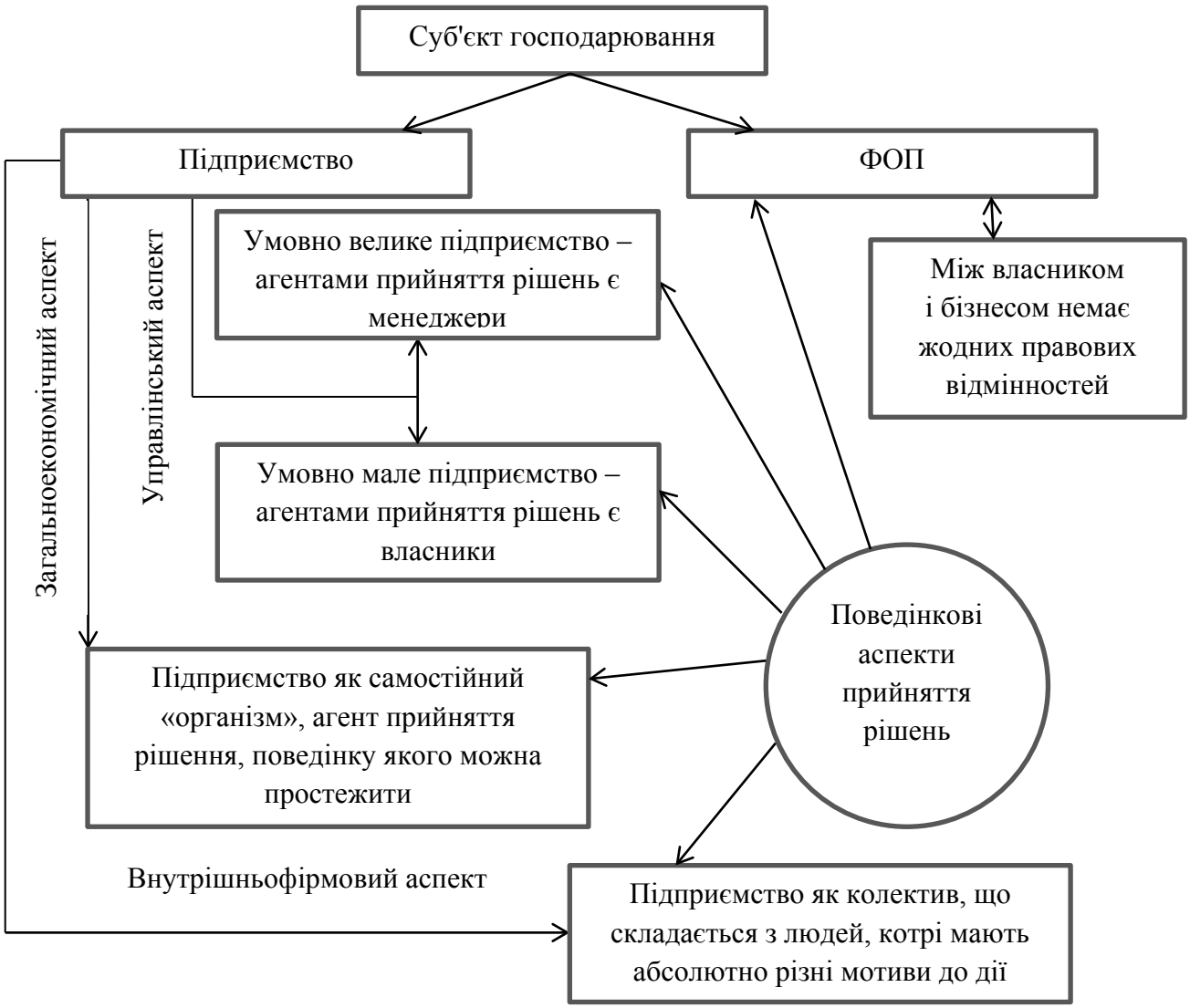


Рис. 1.9. Трьохаспектний механізм трансполяції поведінкових упереджень людей на суб’єктів господарювання в межах біхевіористичної концепції фінансів

Джерело: розроблено автором

Як видно з рис. 1.9, ФОП повністю ототожнюється із особою власника – підприємця, тому поведінка ФОПів цілком відповідає теоретико-методологічним засадам поведінкових фінансів і соціальних та суб’єктивістських характеристик їх поведінки.

У випадку підприємств вплив поведінкових чинників при прийнятті рішень розглядається в трьох аспектах: загальноекономічний, який розглядає підприємство як самостійний «організм», тобто відокремлений економічний агент, який в ринкових умовах проявляє специфічні характеристики своєї діяльності, у тому числі нераціональні, і поведінку якого можна простежити. Інший аспект – управлінський, тобто підприємство розглядаються крізь призму агентів прийняття рішень: власник/власники (у випадку умовно малих підприємств) та менеджери (у випадку умовно великих підприємств). Оскільки такий поділ є цілком умовним, то агентів прийняття рішень на підприємствах автор називатиме менеджерами, оскільки власники умовно малих підприємств також виконують управлінську функцію, а факт приналежності/не приналежності активів підприємства в даному випадку не є значущим з точки зору завдань даного дослідження.

Останній аспект – внутрішньофірмовий, який визначає специфіку функціонування підприємства через призму колективу його працівників (що відповідає теоретичним положенням концепції постіндустріального суспільства), яким властиві особистісні світоглядні характеристики та упередження, що впливають на мотивацію та ефективність праці так само, як і на ефективність внутрішньофірмової взаємодії. У розвинених демократичних країнах працівники також беруть активну участь в управлінні підприємством, демонструючи своє бачення щодо стратегічних пріоритетів і тактичних напрямів роботи підприємства-працедавця, тому в даному випадку їх поведінкові упередження мають прямий вплив на поведінку цього підприємства.

Усі ці аспекти базуються на тому, що поведінку підприємства можна простежити та проаналізувати в межах біхевіористичної концепції фінансів, відштовхуючись від рішень, що приймаються менеджментом, і, як показує практика, ця поведінка значною мірою є нераціональною.

Розвиваючи дану тему, важко не погодитися із А. Дамодараном, який висловився так: «корпоративні фінанси охоплюють всі рішення підприємств, які мають фінансові наслідки» [139]. А, посилаючись на першого фінансового

директора (CFO) компанії BASF, автор звертає особливу увагу на той факт, що «кожна підприємницька ціль врешті-решт зводиться до фінансової цілі, а ключові параметри підприємства перш за все є фінансовими параметрами» [196]. Тобто крізь призму біхевіоризму доцільно розглядати не тільки ті рішення менеджерів, які стосуються безпосередньо управління фінансами, а практично будь-які управлінські рішення, оскільки кожне з них напряму чи опосередковано впливає на фінансове становище підприємства.

У контексті дослідження фінансових рішень підприємств важливо прояснити, що в умовах сучасності економіка як наука має тенденцію інтегруватися не тільки з психологією, а й з іншими науками соціального спрямування, у результаті чого відбувається її соціалізація. Соціалізація економіки по суті означає багатогранну трансформацію ціннісно-нормативних складових економічних відносин, що відбувається в тому числі під впливом науково-технічного прогресу, а також із врахуванням імплементації наукових доробків соціальних наук щодо важливості виявлення та врахування особистісних характеристик агентів прийняття рішень та їх суб’єктивізму, що спричинило необхідність побудови людиноцентричної моделі розвитку економіки.

Сьогоднішні реалії господарювання формують суб’єктам економіки нові виклики: господарська діяльність підприємств повинна бути організована таким чином, щоб не тільки їхні товари і послуги задовольняли потреби споживачів у короткостроковій перспективі, а й щоб налагодити соціальний діалог із суспільством і брати участь у найгостріших його проблемах – концепція соціальної відповідальності бізнесу, яка передбачає часткове перенесення основних цілей функціонування підприємств із комерційного інтересу до добровільної участі у соціальних проектах та ініціативах. Тому трактування соціальної відповідальності бізнесу як одного з проявів процесу соціалізації економіки є адекватним, на думку автора, кроком у формуванні теоретичного базису сучасної економічної науки. Загалом, структура даного процесу представлена на рис. 1.10.

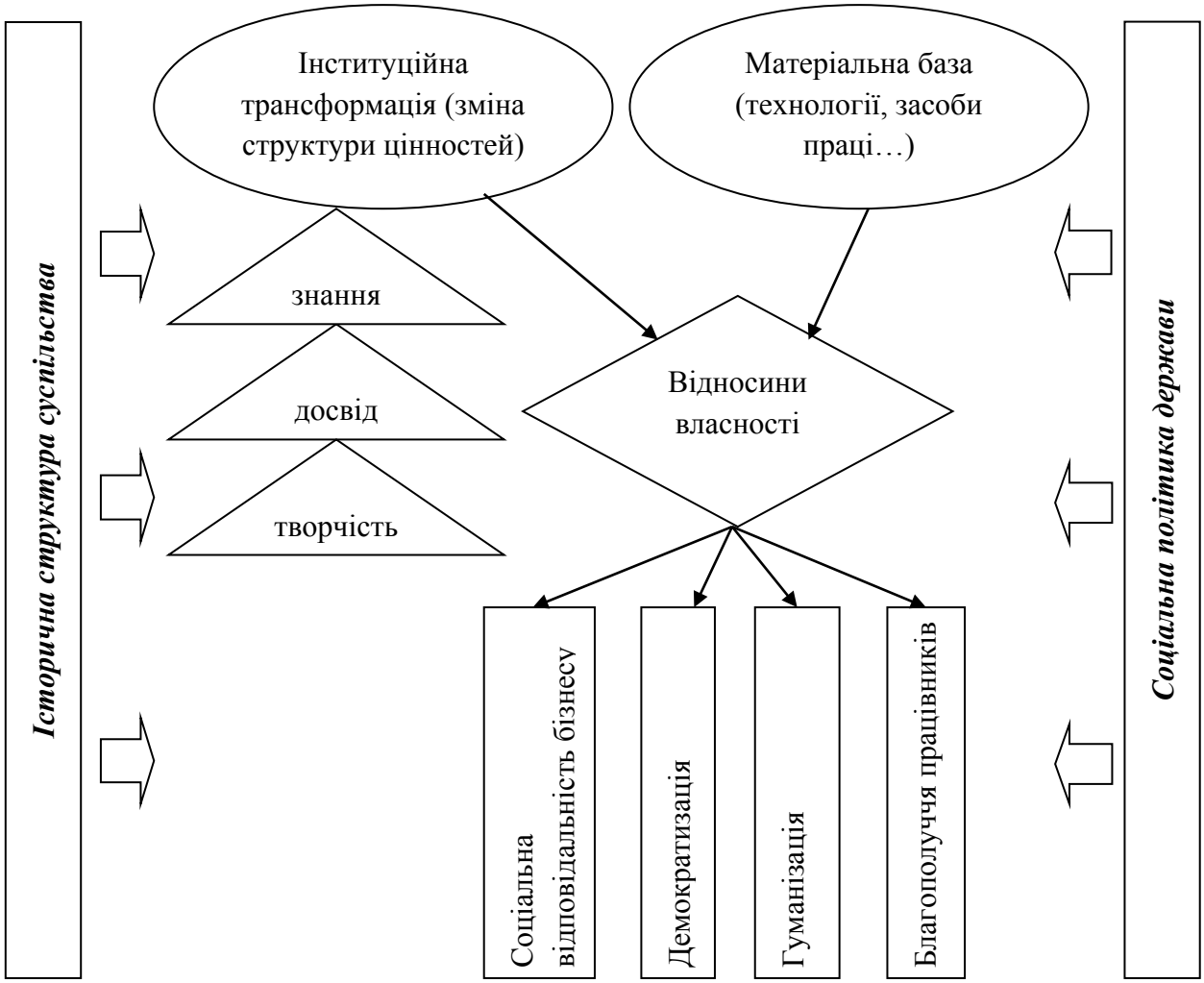


Рис. 1.10. Структура процесу соціалізації економіки

Джерело: розроблено автором

Крім того, сьогодні набуває особливого значення концепція сталого розвитку (greenization), яка поєднує економіку й екологію та передбачає формування такої стратегії розвитку підприємства, за якої зменшилися б витрати сировини та енергії і відходи, а структура споживання збалансувалася б відповідно до природних можливостей Землі.

Як бачимо, економічна наука не може існувати відокремлено від інших соціальних наук, а той факт, що протягом 1950-1970 рр. у тривалих і складних відносинах між економікою і психологією та соціологією наступила пауза, тільки підкріпив необхідність включення доробків соціальних наук у всесторонній і глибокий аналіз економічних процесів. Те ж саме стосується підприємств, адже їх

поведінка визначається рішеннями, прийнятими людьми, які, незважаючи на професіоналізм і досвід, не позбавлені суб’єктивізму та поведінкових упереджень.

Висновки до розділу 1

1. Трансформація форм організації бізнесу та загальноекономічних і суспільних тенденцій розвитку ринку вимагає адекватного і своєчасного наукового підґрунтя. Саме усвідомлення того, що в різний час вчені по-різному визначали, що є головним, корисним і важливим у дослідженні фінансів сектору підприємств, дає можливість обґрунтувати, що у довгостроковій перспективі апріорні припущення в рамках наукових парадигм повинні переглядатися з урахуванням зміни світосприйняття людини. Причому змістовна критика висунутих попередниками ідей є закономірним і логічним процесом, що пов'язаний з трансформацією суспільства, його цінностей і моделей поведінки.

2. Прискіплива увага науковців до мікроекономічних процесів наряду з практичними економічними зрушеннями перетворили корпорацію на один з наймасштабніших феноменів економіки, оскільки вона у повній мірі відповідає викликам сьогодення як на рівні національного виробництва, так і в межах транскордонного бізнесу. Така увага з боку науковців супроводжувалася еволюцією теоретичних підходів до дослідження фінансів підприємницького сектору: з розвитком фінансової науки можна спостерігати збереження сутнісних ознак і еволюцію змістовних їх компонентів. Сучасна фінансова наука більшою мірою заглиблюється у неекономічні властивості фінансових явищ і процесів, у результаті чого з’являються нові продуктивні ідеї та вчення, одним із яких є концепція біхевіористичних фінансів, емпірично-доказова база якої здатна небезпідставно похитнути затверджену неокласичною економічною теорією концепцію homo economicus.

3. У широкому цивілізаційному контексті біхевіористичні фінанси є парадигмою глобального розвитку, де в центрі дослідницького інтересу перебуває

людина, її фізіологічна, духовна і соціальна природа, а не штучна оболонка з ілюзорними успіхами і конкурентними статусами, відірваними від здорових потреб творчої та безпечної життєдіяльності. Кожна людина являє собою клубок емоцій, і саме вони впливають на рішення, що приймаються окремими людьми та менеджерами, викривляючи заплановану комерційно орієнтовану модель поведінки. Дослідження причин і наслідків прийняття таких нераціональних рішень потребує подальшого вивчення, а фінансові стратегії підприємств, побудовані на основі дослідження реальної поведінки економічних суб'єктів, а не на ефемерному проголошенні її раціональною, стають предметом дослідження сучасних науковців і виступають однією з цілей подальшого розвитку фінансової науки.

4. Необхідність адаптації до фундаментальних економічних змін вимагає ефективної взаємодії людини з суспільством на якісно нових засадах, що супроводжується визнанням людини найвищою цінністю в економічних відносинах. Саме людина є одночасно головною складовою продуктивних сил, носієм економічних відносин, суперечностей та інтересів і реальним чинником суспільства, який має приводити в дію господарський механізм для досягнення конкретних соціальних цілей, а економіка та фінанси (як прогресуючі науки) не можуть ігнорувати цей факт та доробки представників інших соціально спрямованих наук в площині фінансової поведінки людини. Цьому сприяють і численні прояви критики моделі економічної людини різними науковцями. Таким чином, трансформація мисленнєвої діяльності вчених-фінансистів у напрямку перенесення об'єкта дослідження фінансів на людину як реальний (а не ідеальний) економічний суб'єкт, який має визначальну роль у прийнятті рішень підприємствами, є одним із ключових зрушень сучасної науки, а дослідження специфіки впливу поведінки соціалізованих економічних суб'єктів на економічні відносини у майбутньому повинно стати одним із основних напрямів наукових пошуків вчених-фінансистів.

5. Сьогодні біхевіористичні фінанси – яскрава субдисциплінарна когнітивна наука, яка має значний вплив на формування загального економічного світогляду

(зацікавленість психологічним підґрунтям прийняття рішень сягає давнини досліджень класиків і ранніх неокласиків), а в майбутньому – має всі шанси стати основним вимірником економічних процесів на мікро-, мезо- та макрорівнях. З прикладної точки зору біхевіористичні фінанси – механізм посилення пояснювальної та прогностичної сили економічної теорії загалом та фінансової науки зокрема через імплементацію психологічно більш правдоподібних основ прийняття рішень – когнітивних, конативних та афективних факторів. Поведінкові фінанси є інструментом скорочення розриву між пропозицією фінансової науки і запитами фінансової практики.

Основні результати дослідження щодо розділу 1 висвітлено у таких працях автора [77; 59; 51; 65; 66; 58; 64].

РОЗДІЛ 2
ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ СУБ'ЄКТАМИ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

2.1. Специфіка середовища прийняття рішень українськими суб’єктами господарювання

Сучасна модель прийняття фінансових рішень суб’єктами господарювання – це багаторівнева модель ділової поведінки управлінців, яка визначає специфіку функціонування суб’єкта господарювання на ринку і включає в себе численну кількість факторів, більшість із яких продукує ринок. Інверсійний характер трансформацій нинішньої економічної системи провокує перестановки в послідовності економічних перетворень суб’єктів господарювання (рис. 2.1).

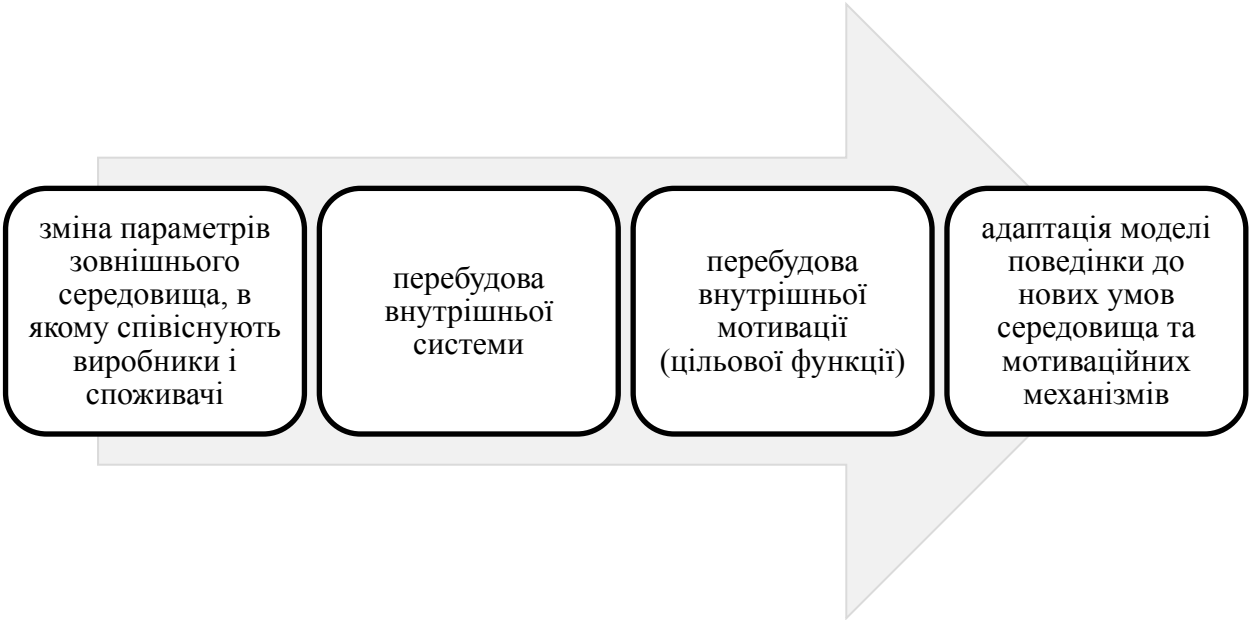


Рис. 2.1 Послідовність економічних перетворень суб’єктів господарювання в умовах сьогодення

Джерело: складено автором

Така ієрархія економічних перетворень суб’єктів господарювання свідчить про те, що дослідження моделі прийняття фінансових рішень менеджерами

повинне ґрунтуватися на системному аналізі визначальних факторів та специфічних умов реалізації підприємницької поведінки суб'єктів господарювання.

У сьогоднішніх умовах невизначеності при дослідженні факторів впливу зовнішнього середовища на функціонування суб'єктів господарювання політична ситуація в Україні повинна розглядатися першочергово, адже воєнні дії на сході країни безпосередньо впливають на визначення місця української економіки на міжнародній арені та опосередковано – на всі внутрішньодержавні економічні процеси (хоча ще до початку воєнних дій результати опитування Центру економічних досліджень ім. Розумкова, яке проводилось із 3000 керівників підприємств різних рівнів, зафіксували, що найбільшою проблемою та стримувачем ефективної економічної діяльності є політична нестабільність, яка випередила на 11 % корупцію і загальну макроекономічну ситуацію [47, с. 133]). Так, в Україні політичні ризики переважають над ризиками, пов'язаними зі змінами ринкової кон'юнктури, конкуренцією, інноваціями та ін. І в цьому Україна поряд з деякими іншими пострадянськими країнами є унікальною країною в порівнянні з умовами, які формуються для бізнесу в політично стабільних країнах.

Політична ситуація в Україні сьогодні характеризується, перш за все, нестабільністю та рухливістю, що безпосередньо впливає на будь-яку економічну діяльність у цілому, і фінансову зокрема. Тому менеджери господарюючих суб'єктів бояться як непередбачуваних поворотів у ході можливої фактичної зміни кордонів, так і порушення державою прав власності шляхом відбирання її (власності) на користь влади, втручання адміністративного механізму в економічні відносини на ринку, а одним із основних факторів дезорганізації господарського процесу є свавілля бюрократії.

Згідно даних Державної регуляторної служби України [34], у 2017 р. як на центральному, так і на регіональному рівнях зберігся безсистемний, формальний характер підходу до планування регуляторної діяльності. Протягом року кількість проектів регуляторних актів, включених до відповідних планів діяльності, зросла

більш ніж удвічі (з 533 проектів регуляторних актів, включених до планів регуляторними органами на початок року, до 1114 проектів – на кінець року), а по окремих регуляторних органах – більш ніж у 4 рази. Такий підхід до планування регуляторної діяльності істотно знижує її передбачуваність для підприємств та позбавляє їх можливості належним чином планувати свою роботу та вчасно й адекватно реагувати на впроваджені зміни. Також це посилює невизначеність щодо майбутнього положення справ, тому будь-які капітальні рішення в таких умовах виглядають ризиковими.

Разом з тим, принципово важливе питання – це забезпечення ефективності будь-яких змін. Наприклад, у ЄС нормативно-регуляторна діяльність здійснюється за правилом: «введення регуляції на одну грошову одиницю має супроводжуватися скасуванням регуляцій на дві», але такий підхід є поки недосяжним для України, характерною рисою економічного середовища якої є забюрократизованість, що стимулює дезорієнтаційні настрої серед менеджерів та негативно впливає на результативність прийнятих ними стратегічних фінансових рішень.

Крім того, у результаті відсутності гарантій правової недоторканості та механізмів уникнення участі в політично мотивованому перерозподілі власності в Україні склався деструктивний тип взаємодії між владними структурами та представниками бізнесу, а саме: консолідація навколо регіональних центрів влади, підтримка напівлегальних відносин «бізнес-бізнес», «держава-бізнес», тому фінансові рішення менеджерів підприємств в Україні мають значний рівень консолідації із рішеннями влади та інтересами окремих посадовців, а відносини власності загалом – значною мірою деформовані та непрозорі, регулюються не ринковими механізмами і нормами закону, а неформальними домовленостями і вибірковим застосуванням чинного законодавства.

Результатом такої ситуації є видозміна внутрішньої мотивації господарської діяльності підприємств: для менеджерів головним мотиватором діяльності є не максимізація прибутку підприємств на довгострокову перспективу шляхом підвищення її ефективності та інтенсифікації, а швидке власне збагачення та

перетворення власності підприємства в ліквідну форму задля її остаточної приватизації шляхом переказів на рахунки в зарубіжні банки тощо, що значно полегшується при придбанні контрольного пакету акцій. Це свідчить про те, що приватизація в 90-ті роки в Україні пройшла не зовсім успішно, і нові власники так і не стали ««хазяїнами», які твердою рукою мали навести порядок і забезпечити максимальну прибутковість виробництва» [118, с.159-161].

Причиною цьому була наявність постприватизаційних «інституціональних пасток», які ускладнювали функціонування майнових відносин в Україні й були зумовлені специфічними проблемами перехідної економіки [115, с. 136]:

1) глибоким розходженням між формальними правами власності й реальними можливостями контролю, відсутністю серйозних санкцій, неефективністю процедур банкрутств, повністю легальними і напівлегальними формами перерозподілу власності на користь осіб, які приймали політичні рішення та ін.;

2) історичним сприйняттям інституту власності, який обумовив неефективність функціонування майнових відносин.

У результаті приватизаційних процесів «масовий власник» так і не сформувався, і, крім того, так і не був створений стійкий клас малого та середнього підприємництва, який в розвинених країнах є фундаментом формування великої власності. Так, за даними Укрстату [84] станом на 2017 р. в Україні функціонувало лише 322920 малих підприємств, або 76 на 10 тис. осіб наявного населення, тобто в рази менше, ніж у країнах з розвиненою економікою (500-700 підприємств на 10 тис. осіб населення). А частка продукції малих підприємств у загальному обсязі реалізованої продукції (товарів, послуг) становила всього 17,8 %, тоді як у розвинутих країнах цей показник становить 50-60% [84]. Щодо малого й середнього бізнесу, який є основою «здорової» економічної системи, то тут сконцентровано 99,9 % загальної кількості підприємств, які забезпечують 57,5 % обсягу реалізації товарів і послуг.

Ці показники свідчать про те, що потенціал підприємництва в Україні реалізовано недостатньо. Згідно Індексу глобального підприємництва 2018 [218]

Україна посідає 73-тє місце з-поміж 137 країн світу. А згідно Індексу Doing Business-2019 [143] Україна знаходиться на 71-ій позиції серед 190 країн.

Така ситуація склалася під впливом як економічних факторів (про які йтиметься далі), так і недосконалого правового забезпечення функціонування підприємств. Наприклад, несистемність організаційно-правової позиції по відношенню до визначення та діяльності підприємця [47, с. 132]. Сьогодні підприємець формально має можливість започаткувати діяльність в найрізноманітніших формах ділової організації: від мініатюрних майстерень до гігантських корпорацій. Так само різноманітними можуть бути організаційні форми створюваних структур. Однак, практика господарювання в Україні показує, що на прийняття менеджерами рішення щодо відкриття та ведення бізнесу впливають численні адміністративні перешкоди (рис. 2.2).

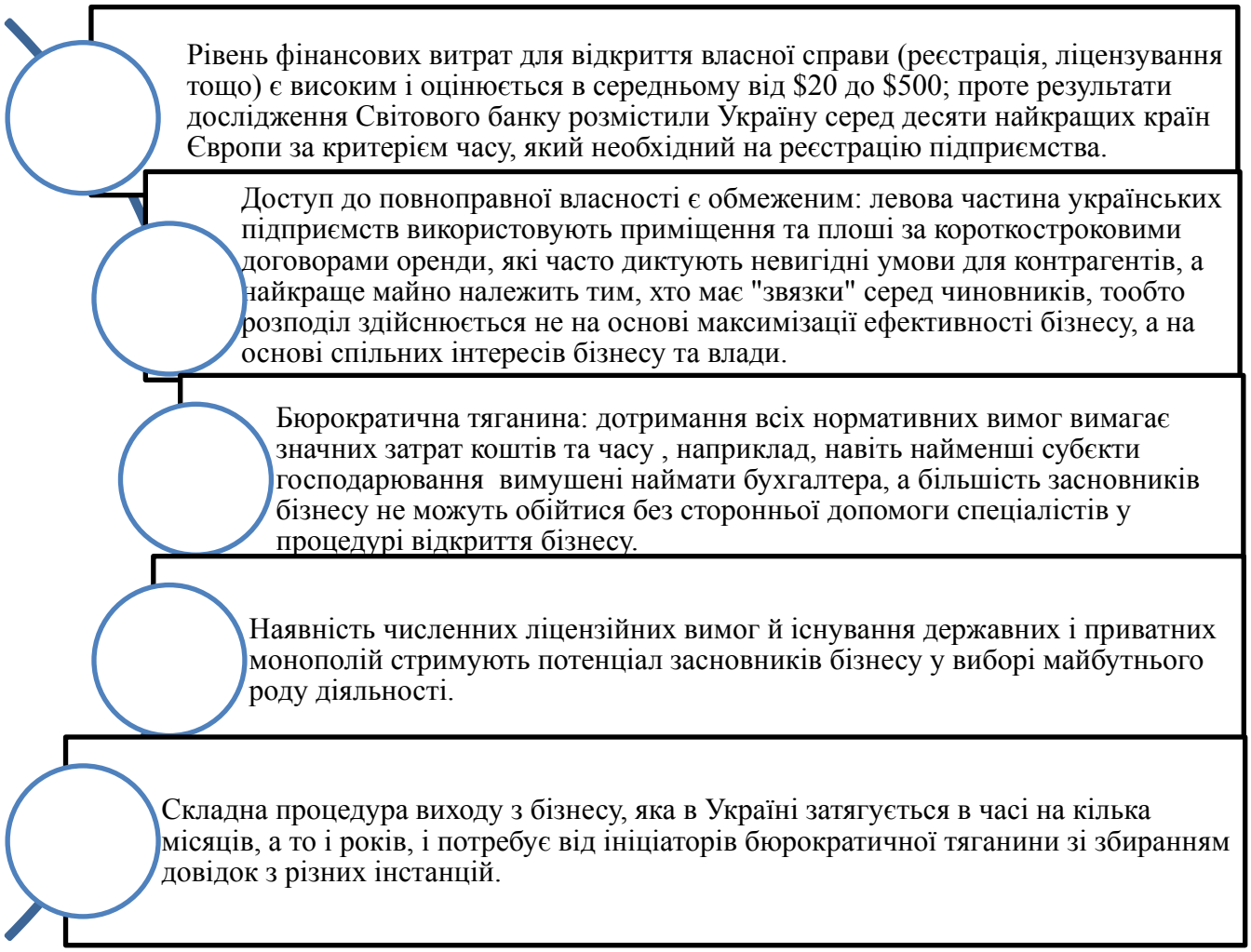


Рис. 2.2. Адміністративні перешкоди функціонування підприємств в Україні

Джерело: складено автором

Ще на початку незалежності України формування продуктивних ринкових відносин у країні потребувало ефективних «правил гри» зі сторони адміністративних органів у сфері регулювання цін, механізмів кредитування, оподаткування, заохочення інвестицій, стимулювання розвитку малого та середнього бізнесу та лобіювання підприємницьких інтересів, забезпечення ефективної взаємодії учасників економічних відносин і, що найголовніше з точки зору об'єкта даного дослідження, підвищення інформаційно-фінансової освіченості громадян. Сьогодні зрозуміло, що такі цілі досягнуті не були, й економічні перетворення проходили здебільшого уповільненими темпами. Як результат, однією з основних перешкод формування ефективної взаємодії між учасниками економічних відносин в Україні сьогодні є тінізація економіки й її фінансової складової.

Так, за попередніми розрахунками Мінекономрозвитку, у січні-вересні 2018р. рівень тіньової економіки склав 32 % від обсягу офіційного ВВП, що на 1 в.п. менше порівняно з аналогічним періодом 2017 р. (рис. 2.3).

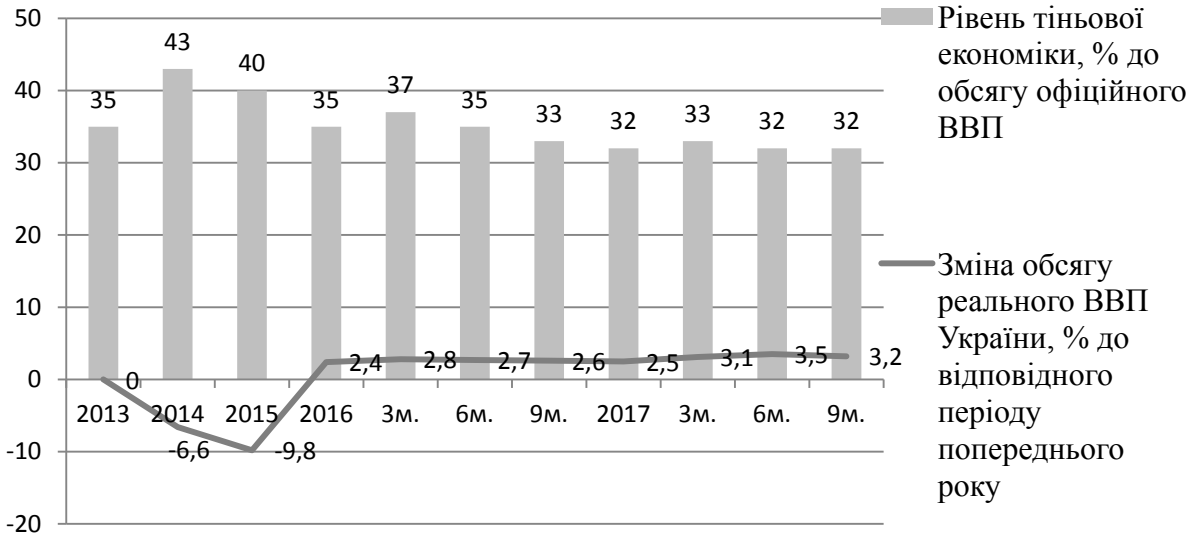


Рис. 2.3. Інтегральний показник рівня тіньової економіки в Україні і темпи приросту/зниження рівня реального ВВП за 2013-вересень 2018 рр.

Джерело: [99]

Факт перевищення тіньовою економікою критичного рівня у 30,0 % від обсягу офіційного ВВП (відповідно до Методичних рекомендацій щодо

розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджених Наказом Мінекономрозвитку від 29.10.2013 р. № 1277) свідчить про наближення ситуації до кризової, оскільки в економіці країни функціонує система відтворення тіньових відносин.

Щодо оцінки тіньової економіки на мікрорівні, то вона є складовою інтегрального показника рівня тіньової економіки. За підсумком січня-вересня 2018 р. показник рівня тіньової економіки, розрахований за методом збитковості підприємств, склав 22 % від обсягу офіційного ВВП [99], зафіксувавши відсутність змін порівняно з показником 9 місяців 2017 р. (рис. 2.4). Разом з тим, експерти [119] переконані, що 25-50 % фінансового обороту приватних підприємств не відображено в бухгалтерських звітах, що формує тіньовий обіг. Тобто варто розуміти, що офіційні показники щодо частки тіньового сектору можуть не відображати всієї глибини проблеми, адже вони ґрунтуються на даних, які подаються підприємствами регулюючим органам відповідно до бухгалтерських записів.

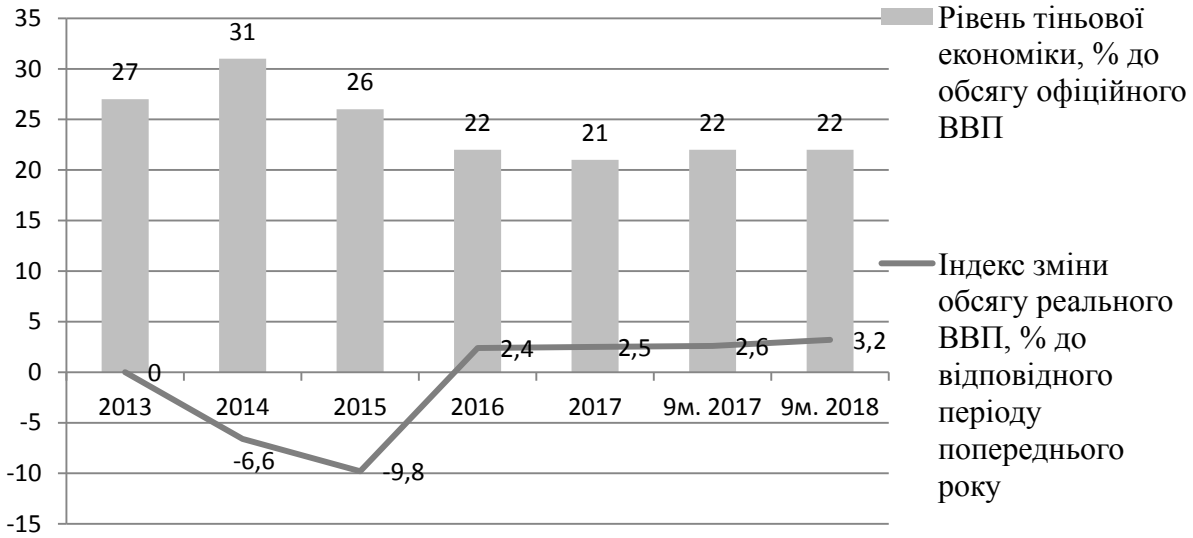


Рис. 2.4. Динаміка рівня тіньової економіки за методом збитковості підприємств і зміна рівня реального ВВП за 2013-9м. 2018 рр.

Джерело: [99]

Відповідно до методології розрахунку показника рівня тінізації економіки за методом збитковості підприємств тенденція до збільшення рівня тіньової

економіки формується в умовах збільшення обсягу збитків або зменшення прибутків підприємств. Адже дуже симптоматичним є той факт, що підприємства протягом тривалого періоду функціонують в умовах збитковості, але при цьому продовжують працювати і навіть не міняють структуру власності.

Фактично, передумовою тінізації економіки є прагнення до приховування доходів, і таку схильність можна вважати характерною для поведінки переважної більшості українських підприємств, особливо в малому та середньому бізнесі. Цьому сприяють значний податковий тиск, мінливість і незбалансованість законодавства, недосконала система обліку і звітності – ці фактори змушують їх переходити в «тінь» – діяти в умовах домогосподарств, кустарного промислу, домашнього обслуговування, трансфертного ціноутворення та оффшоризації, оптимізації податків (в тому числі видача зарплати «в конвертах») тощо.

Деякі підприємства вдаються до формування значного розриву між ринковими та відпускними цінами на продукцію задля отримання надприбутків, що є джерелом хабарництва та «відкатів», з якими найбільше працює підприємств у будівництві (91%), торгівлі (75%), сфері нерухомості (75%), сільському господарстві (58%), енергетиці (58%) [119]. У нових умовах, що складаються в Україні, багато видів тіньової діяльності або зовсім втратили свою актуальність (цеховики, спекуляція, приписки), або їх частка в загальному тіньовому обігу скоротилася (дрібні розкрадання, порушення в торгівлі). Водночас з існуючих раніше видів тіньової економічної діяльності значно зросли такі явища, як корупція державних службовців і кримінальний промисел. Тобто можна констатувати фактичне завершення процесу реструктуризації тіньової економічної діяльності в масштабах держави. Сьогодні така діяльність обслуговує економічні й політичні інтереси певних впливових структур і ділових кіл.

Наявність тіньової економіки допомагає підприємствам підтримувати певний фінансовий стан, але, разом з тим, суттєво звужує податкові надходження до бюджету та, як результат, джерела для видатків, що впливає на здатність держави стимулювати інвестиційний процес, покращувати економічний і правовий клімат та опосередковано – на функціонування самих підприємств реального сектору і не

тільки. Разом з тим, важливо підкреслити, що наявність в економіці України критичного рівня тінізації економічних відносин свідчить про відсутність інституційних засад ринкових важелів впливу на поведінку суб'єктів господарювання.

Всі ці процеси є одночасно і причиною, і наслідком перманентної недовіри українських підприємств до держави загалом та її фінансових регуляторів зокрема так само, як і до фінансових установ (до прикладу, за словами члена Ради НБУ Р. Шпека, 77 % українців не довіряють банкам [121]). У широкому сенсі поняття недовіри сьогодні поширюється як явище загальної суб'єктивної оцінки та ставлення господарюючих суб'єктів до умов ведення бізнесу та забезпечення дотримання певних «правил гри», без яких неможливе функціонування будь-якого ринку, і виконання всіма суб'єктами ринку взятих на себе зобов'язань.

В українських реаліях проблема довіри має не лише філософське наповнення, але й досить конкретний економічний зміст та прояви. До прикладу, тут спостерігаються періодичні сплески зростання недовіри господарюючих суб'єктів та населення до банків, що призводять до панічного вилучення депозитів та втрати останніми ліквідності. Недовіра до фінансових установ носить хронічний і взаємний характер: з одного боку – навіть у періоди економічної стабільності банки не в змозі сформувати довгострокові ресурси для фінансування оновлення основних фондів, з іншого боку – банки й самі не довіряють своїм позичальникам, тому не прагнуть розширювати довгострокове кредитування, зокрема – реального сектору економіки [108].

Довіра на фінансових ринках неможлива без формування загальної довіри до влади і держави, подолання корупції. Тому зміцнення довіри на фінансових ринках повинне супроводжуватися не лише чесними і зрозумілими правилами гри на фінансових ринках, які захищають інтереси всіх груп інвесторів, але й упевненістю в бажанні та здатності держави виконувати ці правила й забезпечити дотримання їх усіма учасниками ринку. Тому що сьогодні держава хоч і виконує роль «нічного сторожа», про яку писав ще А. Сміт, але є ще досить активним регулятором ринкових процесів та умов. І тому механізми активного державного

регулювання доцільно було б, на думку автора, застосувати щодо проблеми боргового навантаження українських підприємств, яким властива іррелевантність до надмірної боргової залежності (наприклад, рівень кредиторської і дебіторської заборгованості вітчизняних підприємств в 1,5-3 рази перевищує аналогічні показники в розвинутих країнах). Ця боргова залежність сьогодні є специфічною властивістю деформованої фінансової моделі ведення бізнесу суб'єктами господарювання в Україні. В основі такої деформації – незначна роль банків у фінансуванні діяльності суб'єктів господарювання, хоча для більшості українських підприємств фінансові ресурси є дефіцитом. І ці процеси повинні контролюватися в межах державної кредитної політики.

Так, індикатором слабкого захисту інтересів кредиторів є вкрай низький показник відшкодування на випадок банкрутства (наприклад, у США після завершення процедури банкрутства кредитори отримують 80,4 %, у Польщі – 58,3 %, у Німеччині – 83,7 %, а в Україні – лише 8,3 % [198]). Тобто ризики, пов'язані зі здійсненням кредиторської діяльності, в Україні значно вищі, ніж у розвинених країнах.

Деякі дослідження [173] показують, що для підприємств, які більш схильні нести втрати під час фінансово виснажливих періодів, навіть незначне збільшення боргової залежності спричиняє нелінійне зростання ризиків, перетворюючи сам кредит на сурогатний.

Важливий аспект у даному питанні – вартість кредитних ресурсів. Так, станом на IV квартал 2018 р. ставки за корпоративними кредитами становили 17,1 % річних. Спред між ставками за непогашеними кредитами і депозитами становив 5 %, а спред за новими кредитами і депозитами підприємств реального сектору до кінця 2018 р. знизився до рівня 3 % [79]. Тобто рівень відсоткових ставок надзвичайно високий, тому тільки точкові підприємства мають можливість скористатися такими ресурсами задля розвитку (до речі, уряд Рузвельта в США у свій час за одну ніч зупинив діяльність всіх комерційних банків, а для видачі їм ліцензії на продовження роботи висувалася умова спрямовування своїх кредитних ресурсів виключно в економіку США. Для стимуляції цього відсоткові ставки

встановлювались на рівні: 1933 р. – 0,0 % (довгострокові кредити у виробництво), наступні шість років – 0,6 %, наступні два роки – 0,8 %. Так з дефіцитом бюджету в 33 % відносно ВВП США вийшли з кризи).

Балансовий показник валових банківських кредитів українським суб'єктам господарювання станом на кінець 2018 р. становив 919 млрд грн, у тому числі в іноземній валюті – 460 млн грн (рис. 2.5). У IV кв. 2018 р. найвищими темпами у структурі чистих активів банків зростали депозитні сертифікати НБУ, а також кредити суб'єктам господарювання (на 2.5 в.п. і 0.5 в.п. відповідно [79].

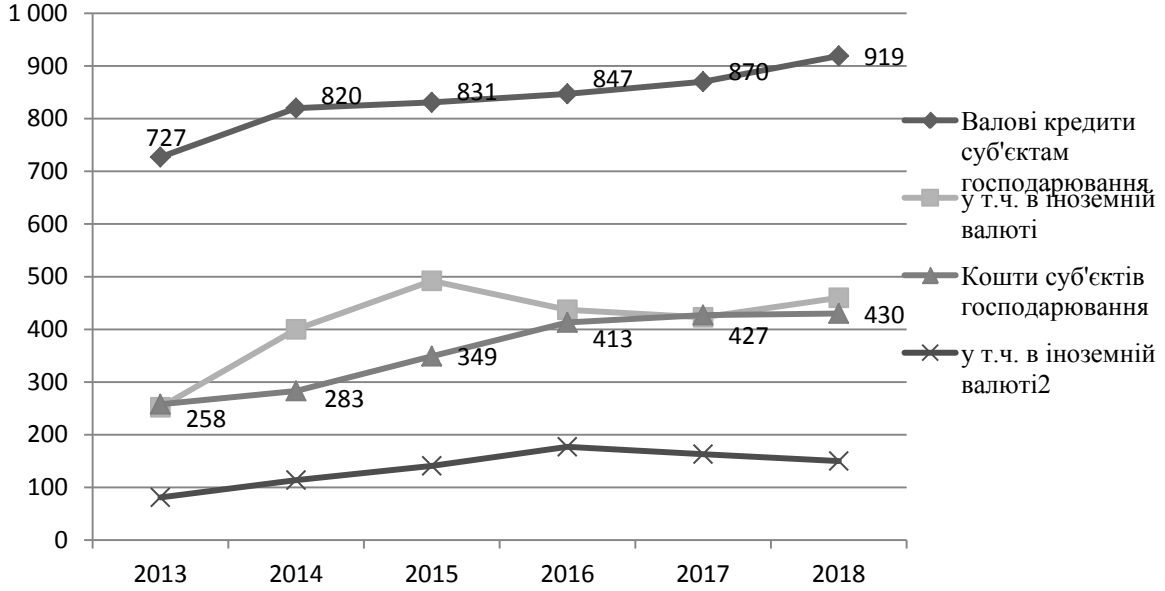


Рис. 2.5. Динаміка обсягів банківських кредитів українським суб'єктам господарювання та коштів останніх на рахунках у банках за 2013-2018рр., млрд грн

Джерело: [79]

Як показує графік, підприємства на рахунках у банках мають більше ніж у 2 рази менше коштів (станом на 2013 р. ця різниця становила практично 3 рази), ніж валовий показник залучених кредитів, що ще раз підтверджує нераціональну схильність фінансового менеджменту українських підприємств нарощувати боргові зобов'язання, оскільки зростання кредитів зумовлюється збільшенням попиту з боку підприємницьких структур, що, у свою чергу, пов'язано з тим, що економіка України в цілому потребує значних фінансових вкладень. Однак процес залучення таких вкладень повинен однозначно знаходитися під контролем для

того, щоб в момент передчасного виведення цих коштів (особливо у випадку інвестиційних ресурсів) збереглась можливість нормального функціонування суб'єктів господарювання, бо, як слушно зазначає Р. Кравець, «негативний ефект від закриття підприємства сильніший за позитивний ефект від відкриття» [41]. Така позиція пояснюється тим, що новостворене підприємство потребує деякого часу для того, щоб почати створювати суспільно корисний для держави продукт та зав'язати ефективні взаємовідносини з іншими учасниками ринкового середовища. У випадку ж із закриттям підприємства такий продукт втрачається в рази швидше. Тобто політика держави у сфері сприяння інвестиційної діяльності українських підприємств повинна двоїсто відображати і максимально диверсифіковану стратегію залучення іноземних інвестицій, і одночасно захист структурно важливих для держави підприємств (рис. 2.6).

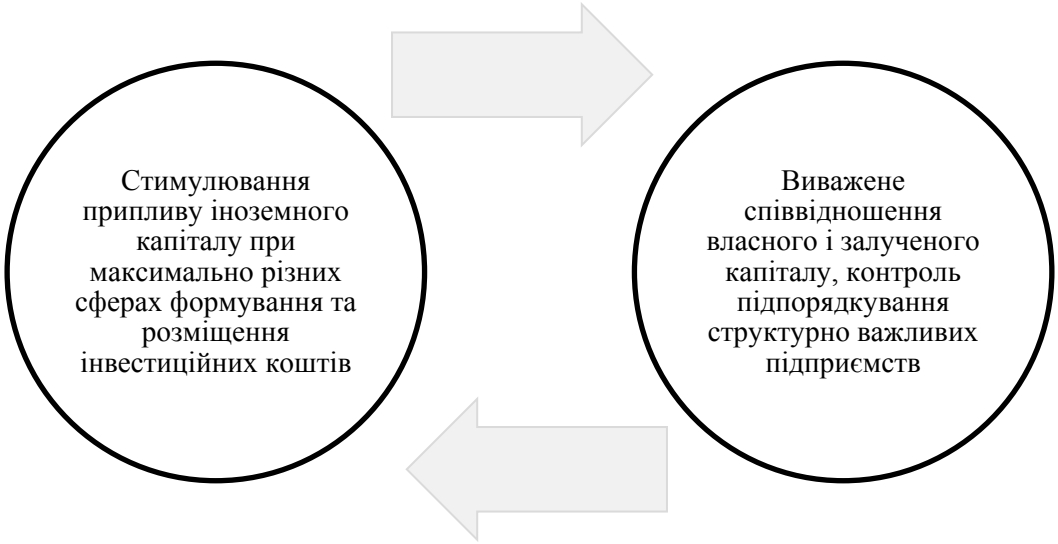


Рис. 2.6. Двоїстий механізм інвестиційної політики держави

Джерело: складено автором

Так, в основі інвестиційної політики держави повинна бути підтримка самостійності та стійкості підприємств, щоб у майбутньому обмежити залежність конкретних проектів від фінансової стійкості окремих інвесторів чи навіть регіонів світової економіки, тобто основним принципом інвестиційної діяльності повинно бути адекватне співвідношення власного і залученого капіталів, а у випадку структурно важливих об'єктів – також контроль країни походження

покупців права власності. У зв'язку з останніми подіями в секторі енергетики України очевидно, що приватизація деяких енергетичних компаній відбулася безладно, тому що сьогодні фактичне управління частиною з них здійснюють представники іншої держави [41], що є загрозою для національно безпеки.

Своєю чергою, важливою передумовою ефективного функціонування суб'єктів господарювання є напрямок використання інвестованих коштів, і з точки зору розвитку/підйому економіки загалом найбільш позитивний результат дають вкладення у виробничу та інноваційну сферу, тому що саме вони, на думку автора, забезпечують найінтенсивніші зміни ринку. Однак, українські підприємства поки що орієнтовані на імітацію процесів, які вже підтвердили свою ефективність, більшою мірою, ніж на створення справді інноваційного продукту. Серед причин такої поведінки дослідники [47, с. 146] називають організаційно-правові, фінансові, інформаційні фактори та ін.

Найпоказовішою причиною цьому є недостатнє фінансове забезпечення такої діяльності: внесок державного бюджету в фінансування наукових та інноваційних заходів становить менше 1 % в структурі ВВП при мінімально необхідній нормі наукоємності 1,7 % [78, с. 117] (для порівняння: у країнах ЄС цей показник коливається довкола позначки 2 % [113]), з чого можна зробити висновок, що подолання інноваційно-технологічного розриву з іншими країнами все ще залишається далекоглядним викликом для економічного розвитку України.

Все це пов'язано з тим, що функціонування українських суб'єктів господарювання не має чітко закріпленої довгострокової прив'язки до процесів розвитку, основне їх завдання значною мірою зводиться до необхідності триматися на плаву, що і характеризує їхнє середовище функціонування та прийняття рішень, які значною мірою виявляються нераціональними (про що йтиметься далі).

Однак, на думку автора, абсурдність ситуації полягає в тому, що Україна справді володіє багатими інтелектуальними ресурсами та інноваційним потенціалом: за даними Українського інституту інтелектуальної власності в Україні щорічно видають близько 5000 патентів на винаходи та інтелектуальні

права, а чинними є понад 50000 різноманітних патентів [104], однак значна їх частина незаконно вивозиться за кордон або дешево продається іноземним компаніям.

Крім того, перешкодою тут стає наявність вагомих часових та організаційних лагів між етапами створення і наукового обґрунтування винаходу та його впровадженням у виробничий процес, особливо у випадку малого бізнесу (а як відомо, близько половини всіх нововведень XX ст. були здійснені саме малими підприємствами, що вважаються піонерами в освоєнні багатьох сучасних винаходів). Разом з тим, більшість підприємств-новаторів займаються інноваційною діяльністю тільки паралельно з іншим, основним видом діяльності (найчастіше – безсистемно та ситуативно), і практично відсутні підприємства, які зосереджуються винятково на науково-дослідних роботах.

Така поведінка пояснюється бажанням бізнесу мати додатковий захист та стабільність за рахунок диверсифікації власної діяльності. Стимулюючим таку поведінку фактором є також бажання вжити превентивну міру захисту від інфляції, яка спричиняє знецінення прибутків і безпосередньо впливає на управлінські рішення щодо капітальних витрат: вартість необоротних активів росте, а оборотний капітал повинен бути рефінансований. Тому менеджери підприємств повинні забезпечувати певний ступінь гнучкості, у тому числі шляхом прийняття рішення на користь зниження інтенсивності використання капіталу (наприклад, за рахунок зниження ступеня складності продукції) та створення фінансового буферу в формі підвищеного рівня кредитоспроможності [3].

У контексті проблеми впливу інфляції на прибутковість підприємств існує двохфакторний механізм визначення інтенсивності цього впливу (рис. 2.7).

Як показано на рис. 2.7, підприємства, що мають довгострокові контракти з постачальниками з фіксованими цінами та високу частку постійних витрат, слабше відчувають масштаби інфляції. І навпаки – можливість встановлювати підвищені ціни для споживачів в умовах ринку також має сприятливий вплив на фінансово-господарську діяльність підприємств.

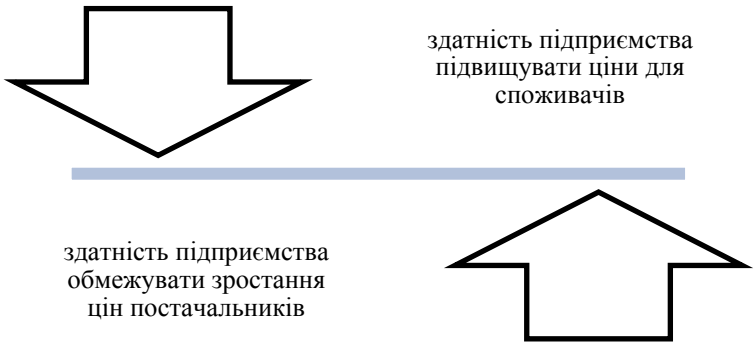


Рис. 2.7. Фактори, що визначають інтенсивність впливу інфляції на прибутковість підприємств

Джерело: складено автором

Тобто важливим фактором тут є певний ступінь мобільності підприємств, який забезпечується менеджерами у процесі прийняття рішень і під впливом інформаційної складової та механізмів її використання. Для ефективного використання інформації у фінансовому управлінні підприємством цей процес повинен здійснюватися на основі принципів:

- технологічності,
- суттєвості,
- повноти,
- достовірності,
- послідовності,
- глобальності (використання глобального інформаційного середовища).

Вважаємо, що використання цих принципів допоможе українським підприємствам ґрунтовно покращити якість інформації, на основі якої приймаються фінансові рішення, а також достовірно відображати фінансові дані у рахівництві, тобто стимулювати зниження корупційного механізму у діяльності підприємств реального сектору.

Це також сприятиме приєднанню України до багатосторонньої угоди про обмін податкової інформацією за єдиним стандартом CRS (Common Reporting Standard), а також імплементації вітчизняними регулятивними органами заходів

проекту BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) – протидія розмиванню податкової бази та виведенню прибутку [146].

На думку автора, такі заходи сприятимуть не тільки виходу фінансових потоків підприємств з тіні, а й підвищенню привабливості українських підприємств з точки зору позиціонування на фондових ринках, адже на сьогодні цінні папери вітчизняних корпорацій майже нічого не коштують, тому рівень фріфлоату (частка цінних паперів у вільному обігу на ринку) – низький. Фактично, інвестор, котрий придбав акції української компанії або заводу на фондовому ринку, їхньою реальною частиною не володіє і його просто не хвилюють котирування придбаних паперів [68]. Звідси і непередбачувана зміна цінових тенденцій на ринку.

Загалом, фондовий ринок є економічним середовищем, де, на думку автора, неекономічні фактори проявляються найяскравіше (в Україні ж ці процеси набули гіпертрофованого характеру: по суті на умовну оцінку інструменту на фондовому ринку, яка формується в результаті масової психології великої кількості індивідів, значний вплив здійснюють коливання (зміна) думок, які обумовленні факторами, що не мають насправді великого значення для очікуваних доходів, а кваліфікованих інвесторів цікавить не реальна вартість активу, а те, як ринок буде оцінювати його під впливом масової психології через певний час).

Неефективність українського фінансового ринку посилюється системними ризиками, основними з яких згідно з оцінкою основних представників фінансового сектору України [81] є корупція, діяльність правоохоронних органів та судової системи, політична та соціальна ситуація в країні, стан співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, шахрайство та кібернетичні загрози, а також стан захисту прав кредиторів та інвесторів. Ці та інші фактори провокують нераціональну поведінку підприємств при прийнятті фінансових рішень, в основному – при формуванні структури капіталу, первинному розміщенні власного капіталу (IPO), викупу акцій, емісії боргових цінних паперів та формуванні дивідендної політики, і ця поведінка відрізняється від теоретично усталених в економічній теорії законів і закономірностей (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Аспекти невідповідності економічної теорії та реальної поведінки підприємств в різних сферах фінансової діяльності

Сфери фінансової діяльності	Теоретична конструкція	Реальність
Формування структури капіталу	1. Зростання ціни на акції компанії (яке призводить до зменшення фінансового важеля) повинно спричиняти випуск компанією нових боргових цінних паперів (теорія компромісів). 2. При прийнятті рішення про фінансування проектів компанії використовують: першочергово – власні ресурси (нерозподілений прибуток і амортизація), після цього (тільки в разі крайньої потреби) – банківські кредити, потім – боргові інструменти, і тільки в останню чергу – здійснюють емісію акцій (теорія ієрархії фінансових джерел Дональдсона)	1. В період зростання цін на акції компанії випускають переважно пайові цінні папери (а не боргові). 2. Обставини змушують компанії йти на емісію акцій, і до того ж це відбувається досить часто
Первинне розміщення власного капіталу (IPO)	Після проведення IPO ціноутворення акцій здійснюється ринком за внутрішньою вартістю, тому динаміка їх цін нічим не відрізняється від цін на акції, що вже обертаються, і тому є більшою мірою непередбачуваною (гіпотеза ефективності ринку)	Після первинного розміщення акцій на ринку вони зазвичай є недооціненими, тому в перші дні торгів спостерігається суттєве зростання їх цін
Викуп акцій	Єдиним мотивом викупу акцій є розподіл надлишкових фінансових ресурсів серед акціонерів (неокласична теорія)	Мотивами викупу акцій можуть бути: можливість заробити на поточній недооціненості акцій компанії на ринку, бажання змінити структуру капіталу, необхідність захисту від поглинань, винагорода опціонами на акції
Емісія боргових цінних паперів	Мотивом емісії боргових цінних паперів є досягнення оптимального співвідношення між боргом та власним капіталом	При прийнятті рішення фінансові менеджери керують тенденціями у відсоткових ставка більше, ніж показниками фінансової стійкості підприємства
Дивідендна політика	Вартість компанії ніяким чином не залежить від її дивідендної політики (неокласична теорія дивідендів Міллера і Модільяні)	Практика показує, що дивідендна політика компанії та її зміни досить чітко відображаються на ринкових тенденціях

Джерело: розроблено автором

Як показано в табл. 2.1, дії і мотиви реальних суб'єктів господарювання відрізняються від теоретично сформованих законів і закономірностей. Так, в складному сплетінні внутрішньодержавних економічних передумов прийняття рішення щодо форми і механізму фінансування залежить ще й від індивідуальних поведінкових схильностей конкретних менеджерів. Як показало дослідження [175], найкориснішим для прийняття успішних інвестиційних рішень серед таких поведінкових схильностей, як скептицизм, оптимізм, статус-кво та песимізм, є скептицизм (рис. 2.8).

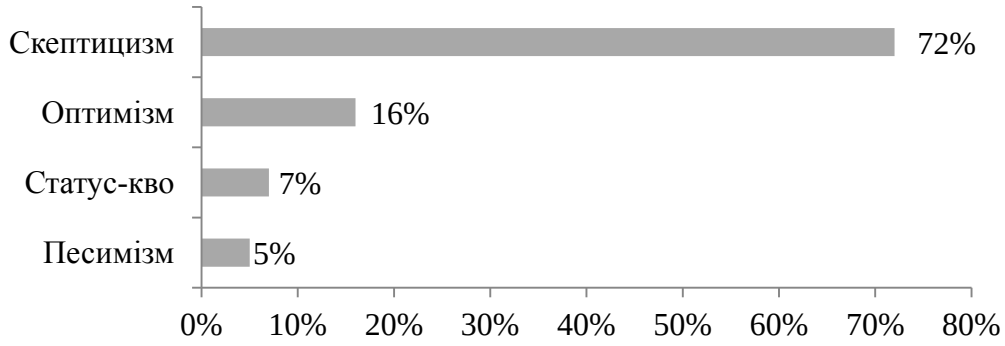


Рис. 2.8. Найефективніші поведінкові схильності менеджерів з точки зору прийняття успішних інвестиційних рішень

Джерело: [175]

Опитування, проведене Chartered Financial Analyst, продемонструвало, що оптимізм, який значною мірою властивий українським менеджерам (про що мова піде далі), оцінений як найефективніша поведінкова схильність при прийнятті рішення щодо інвестування тільки 16 % із респондентів. Як показує парадокс оптимізму, він має як переваги, так і недоліки. Як групове явище, оптимізм, як і його візаві – песимізм, є ключовими факторами бумів та крахів на фінансових ринках.

Поведінкові схильності менеджерів підприємств не менш вагому роль мають і при прийнятті рішень у інших сферах фінансової діяльності, і зазвичай для конкретного менеджера вони дублюються щодо побутових поведінкових схильностей, однак, як уже зазначалося, у сфері прийняття рішень на фінансових

ринках їх загальні тенденції є більш прослідковуваними, а тому – можуть мати більшу теоретичну та прикладну значимість для економічної науки.

2.2. Реальний сектор економіки України: роль сприйняття інформації

Реальний сектор економіки України включає сектор матеріального виробництва та сектор невиробничих (нематеріальних) послуг, торгівлю та науку. На рис. 2.9 показано його складові з акцентом на частку обсягу реалізованої продукції (товарів і послуг) окремих його галузей у структурі сумарного річного показника реалізованої реальним сектором продукції.

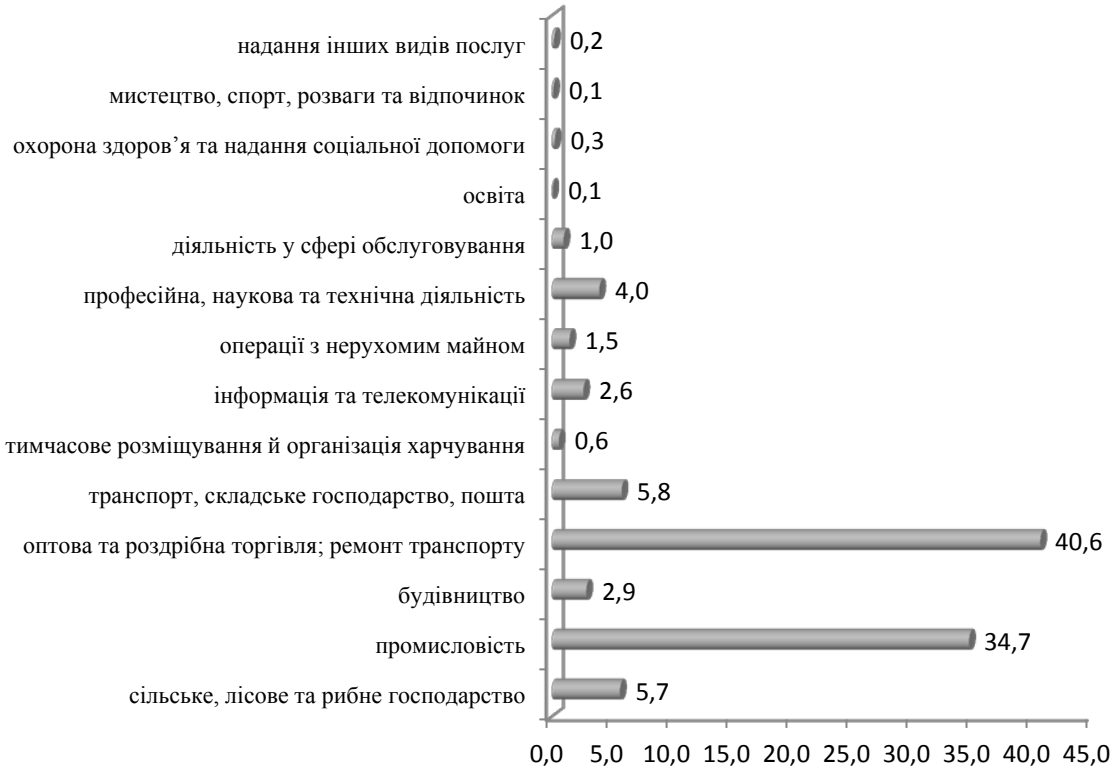


Рис. 2.9. Показники частки структурних компонентів реального сектору економіки України за критерієм реалізованої продукції (товарів і послуг) станом на 2017 р., %

Джерело: розраховано автором на основі [84]

Наведені дані показують, що у структурі реального сектору економіки України за показником реалізованої продукції (товарів і послуг) лідирує оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів та промисловість із показниками 40,6 та 34,7 % відповідно.

Важливість реального сектору економіки України визначається його здатністю створювати додану вартість, що є основою валового внутрішнього продукту: в реаліях України при виробничому методі обрахунку ВВП валова додана вартість зареєстрованих на території України суб'єктів господарювання забезпечує 85 % ВВП, решту 15 % формують показники податків, величина яких безпосередньо залежить від кількості та вартості товарів і послуг, вироблених, реалізованих або імпортованих виробничою одиницею-резидентом (тобто тут також прослідковується вплив реального сектору), і відшкодування з державного бюджету підприємствам у вигляді субсидій. При цьому концепція доданої вартості (яка не враховує вартість проміжної продукції на кожному з етапів виробництва), на думку автора, більш точно демонструє потенціал економіки та ринкову вартість кінцевих товарів і послуг у порівнянні з реалізованою продукцією, що включає вартість і проміжної, і кінцевої продукції.

Так, протягом останніх 5 р. показник ВВП збільшився на 69,8 %, тоді як показник доданої вартості збільшився на 67,7 % (розраховано на основі [84]), а коефіцієнт кореляції їх зміни становить 0,967. У структурі доданої вартості [84] за останні роки спостерігається скорочення даного показника у секторі мистецтва, спорту, розваг та відпочинку (-12,2 %), а, найдинамічніше зростав сектор сільського, лісового та рибного господарства (+151,2 %) та операцій з нерухомим майном (+154,0%). Також значно зросла додана вартість у секторах будівництва, тимчасового розміщення й організації харчування,охорони здоров'я, інформації та телекомунікацій та ін. Щодо останнього, то дана тенденція є закономірною враховуючи стрімкий розвиток електронної комерції та мережі Internet, інтелектуальної власності, мас-медіа, реклами й рекламного сервісу, мереж нового покоління та ін.

Ці елементи є невід'ємними складовими процесу інформатизації економіки та сутнісних змін, які сьогодні відбуваються в контексті трансформації взаємозв'язку між суб'єктами реального сектору економіки в напрямку виділення цифрових технологій як таких, що мають вагоме (а часом і вирішальне) значення для виведення взаємовідносин між цими суб'єктами на новий ефективний рівень та забезпечення успішності їх господарювання. Ці зміни характеризують нове інформаційне (постіндустріальне) суспільство та породжують закономірності, пов'язані із інтенсифікацією новітніх комп'ютерних технологій та впливом інформатизації на процеси отримання, опрацювання, переробки, використання інформації та, що найважливіше в контексті даного дослідження, на її суб'єктивне сприйняття:

1. Інформатизація та новітні комп'ютерні технології характеризуються всезагальним ефектом, тобто вони є невід'ємною частиною будь-якої діяльності суб'єкта господарювання та людини як на індивідуальному, так і на суспільному рівнях, породжуючи нові способи комунікації, взаємодії.

2. Економічні відносини, що формуються під впливом інформаційних комп'ютерних технологій, потребують функціонування мережевої організації для будь-якої суспільної системи чи сукупності економічних відносин, тобто потребують системного підходу. Така логіка мережі необхідна для систематизації раніше несистемних елементів зі збереженням своєї гнучкості як структури, що відкриває нові перспективи у творчій діяльності, оскільки несистемне є джерелом для новаторства та інновацій у постіндустріальних умовах.

3. Основою економічних відносин в умовах інформатизації та посилення новітніх комп'ютерних технологій є гнучкість та швидкість реакції. У таких умовах процеси стають зворотними, а елементи суспільної системи можна поліпшувати та змінювати їх перегрупування. Тобто новою особливістю стає можливість реконфігурації, що характеризується постійними модифікаціями та одночасно системною цілісністю, коли з'являється можливість змінювати правила взаємодії елементів системи, не знищуючи саму систему.

4. Інформаційні технології спрощують процес децентралізації для корпорацій шляхом забезпечення паралельно оперативного та тотального контролю за діяльністю структурних підрозділів незалежно від їх фізичного розташування. Зокрема, транснаціональні корпорації реального сектору модифікуються в горизонтальні корпорації, що є результатом необхідності швидкої реакції на запити глобального ринку та потреби в адаптації до мінливих зовнішній факторів. Чітко ієрархізована корпорація поступово перетворюється на павутину різноспрямованих мережевих організаційних одиниць, що самоуправляються за принципами децентралізації, участі та координації. Така структура може забезпечити необхідний рівень гнучкості в конкурентній боротьбі й у процесі адаптації до мінливих потреб ринку [102, с. 96].

5. Зменшуються відмінності між виробниками різного апаратного і програмного забезпечення для використання в економічній сфері. Відбувається інтеграція телефонних ліній та бездротових з’єднань, комп’ютерів, програмного забезпечення, аудіовізуальних систем у єдину високоінтегровану інформаційну систему в результаті конвергенції новітніх комп’ютерних технологій [36].

Причому, на думку автора, вказані закономірності надалі будуть поглиблюватися, а інформаційне суспільство продовжуватиме перетворюватися на відкриту систему у форматі багатосторонньої мережі, де можлива тісна комунікація між різними суб’єктами реального сектору економіки. Однак існує й інша «сторона медалі», яка пов’язана з існуванням певних суперечностей у сучасному інформаційному суспільстві [102, с. 96]:

1. Цифровий розрив (digital divide) – категорія, що характеризує відмінності у доступі до мережі Internet і технологічному розвитку різних учасників економічних відносин, а також їх нерівності у можливості користуватися новими технологіями, що безпосередньо впливає на процес сприйняття інформації за параметрами швидкості та якості отриманих для опрацювання даних та, як результат, – на процес прийняття економічних рішень. Цифровий розрив з’являється й у контексті глобальної економіки (наразі розвинуті країни меншою мірою відчувають потребу в комунікації з «периферією», останні ж зацікавлені у

співпраці з лідерами технологічного прогресу, хоча розрив між ними продовжує збільшуватись), і у контексті відмінностей у рівні інформатизації між різними суб'єктами реального сектору економіки всередині країни.

Переваги в інформаційному забезпеченні окремих суб'єктів реального сектору економіки створюють умови для отримання останніми додаткових доходів – інформаційної ренти. Однак прагнення окремих учасників економічних відносин отримувати інформаційну ренту може призводити до нераціональних управлінських рішень та конфліктів інтересів [101, с. 105].

2. Потужний вплив різного роду повідомлень дав можливість використовувати їх у якості інструментів інформаційної війни – новітнє явище у форматі інформаційного протистояння, що стало можливим тільки із розвитком інформаційних технологій, які породили можливості зловживання цими технологіями задля проникнення у інші комп'ютери та мережі та вчинення атаки на розміщену там інформацію, а також на працівників та навіть активи суб'єктів реального сектору економіки.

3. Іншою суперечливою стороною інформатизаційних процесів є набуття широких можливостей фахівцями комп'ютерних технологій щодо отримання необхідної інформації, у тому числі – незаконне отримання секретної інформації. Ця проблема сьогодні набула глобального значення через відсутність будь-яких фізичних меж для інформаційних мереж та проникнень в них.

4. З точки зору пропозиції власного товару суб'єктами реального сектору економіки інформатизаційні процеси забезпечують вплив на поведінку споживачів, і цей вплив може бути маніпулятивний, тому теж суперечливий (далі повернемося до цього питання і розглянемо детальніше). Із постулатів біхевіоризму відомо, що людина здатна сприймати більшою мірою динамічні параметри об'єктів, тому виробник чи продавець через використання високоефективних технологій комунікації може штучно і цілеспрямовано сформувати поле об'єктів для порівняння із визначеним товаром, щоб підштовхнути споживача до прийняття заздалегідь визначеного рішення. Це може призвести до зростання попиту понад раціональні межі.

5. Ще одну суперечливість ролі інформації та інформатизаційних процесів породжує їх двоякий вплив на тенденції розвитку економічної системи. З одного боку, цей вплив пов'язаний з прогресом, що забезпечує розширене відтворення з домінуванням теоретичного знання та кодифікованої інформації [20, с. 17]. З іншого боку, ці процеси сприяють розвитку фінансової глобалізації у вигляді фіктивної паразитуючої надбудови – різного роду фінансових спекуляцій, які не пов'язані зі збільшенням реальної вартості. Усе це стимулює розвиток квазіекономіки, що виробляє незаконну продукцію (наркотики, контрабанда, фальшиві гроші, фінансовий тероризм) [73, с. 15].

Ці суперечності характеризують специфічний неоднозначний вплив інформації та інформатизаційних процесів на економічні відносини загалом та поведінку суб'єктів реального сектору економіки України зокрема. Автор переконаний, що все це призводить до ускладнення середовища прийняття рішень цими суб'єктами з двох позицій:

1) інформаційні технології породжують додаткові ризики для господарської діяльності суб'єктів реального сектору економіки України, пов'язані з загрозою хакерських атак і розсекречення певної інформації, що міститься на цифрових носіях, а також перетворення на об'єктів інформаційної війни, що може підривати довіру з боку цих суб'єктів по відношенню до всіх отриманих даних у процесі прийняття рішення.

2) масштаби всієї необхідної для опрацювання інформації інколи бувають разюче великими (це пов'язано з прагненням подолати цифровий розрив), що призводить до складності з виділенням серед неї основних, найвагоміших даних, тому з'являється необхідність постійного резюмування, узагальнення вхідної інформації. З часом така діяльність переходить на рівень автоматизму, адже якщо вкотре здійснювана оцінка конкретного явища дає одинакові результати, то з часом процес суб'єктного оцінювання редукується і проміжні ланки причинно-наслідкових зв'язків вилучаються з розгляду, що є ознакою первинної інституціоналізації [48, с. 16]. Як результат – сформовані оцінки фактично припиняють перевірятися, не перестаючи при цьому бути підґрунтям для

прийняття фінансових рішень, а отже – з часом вони можуть стати неадекватними змінюваним реаліям.

Звідси і виникає консервативність у поведінці та прийнятті рішень суб'єктами реального сектору економіки України у результаті когнітивних упереджень, тобто упереджень, пов'язаних зі сприйняттям. І ця консервативність може посилюватися у процесі вторинної інституціоналізації [48, с. 16], тобто коли економічні суб'єкти не просто приймають рішення на основі застарілих оцінок, а й вірять у те, що так само поступають і інші суб'єкти. Останні ж, у свою чергу, звикають до сталої поведінки перших.

Ще одним специфічним для України когнітивним упередженням є явище, яке отримало назву «національна екзальтованість» [112]. Воно пов'язане із присвоєнням малоймовірним подіям завищеної вірогідності через призму сприйняття і емоційного наповнення отриманої інформації. Українці дуже вірять в історії популістів так само, як і в різноманітні шахрайські та фінансові піраміди, що у механізмі сприйняття інформації, яка впливає на фінансовий вибір людини, видаляє із спектру варіацій результуючого показника всі проміжні варіанти, залишаючи тільки абсолютну віру в настання (або не настання) конкретної події, тобто або 100 % імовірності, або 0 %. Наприклад, щодо економічної кризи, яка розпочалася в 2013 р. в Україні, то вона застала підприємницький сектор більшою мірою зненацька, до неї майже ніхто не готувався, бо очікування покладалися на стабільність, незважаючи на те, що:

- історичний досвід демонстрував, що кризи мали місце і раніше;
- економічна теорія обґрунтовувала коротко-, середньо- та довгострокові економічні коливання;
- теорія ймовірностей підтверджувала, що раніше чи пізніше в ринковій економіці криза все одно настане.

Згодом, коли ознаки економічної кризи стали видимими і населенню, і суб'єктам реального сектору економіки України, усі масово почали вірити у нескінченну кризу (хоча таких не буває). Таке перебільшення з боку економічних суб'єктів України саме по собі є фактором криз і нестабільності.

Суперечливий вплив інформатизаційних процесів можна спостерігати і на прикладі транснаціональних корпорацій реального сектору. Зокрема, їх менеджери значною мірою схильні до надмірної бюрократії у прийнятті економічних рішень та надмірної орієнтації на фінансовий результат здійснюваних операцій. З економічної точки зору основним їх завданням є витіснення існуючих та потенційних конкурентів, у тому числі через застосування недружній поглинань і злиття, а також нечесними способами у вигляді фінансових, організаційних та політичних маніпуляцій.

Інформатизації реального сектору економіки України сприяє і той факт, що розвиток підприємницького (а точніше - корпоративного) сектору перебуває в тісному взаємозв'язку з фінансовим ринком – останній є ключовою перевагою корпорацій реального сектору над іншими організаційно-правовими формами господарювання, оскільки дає можливість акумулювання значного капіталу шляхом продажу власних фінансових інструментів. При цьому реалізовувати ці переваги суб'єкти реального сектору економіки можуть за рахунок формування виграшної інформаційної політики, яка може стимулювати зростання вартості часток статутного (складеного) капіталу підприємства та, як результат, зростання ефективності компанії та благополуччя її власників. Крім того, фінансовий ринок, на думку автора, як жоден інший ринок демонструє масштабний вплив інформаційних повідомлень на зміну положення та успішності конкретного його суб'єкта та ринку загалом, оскільки характеризується максимальною чутливістю до зміни інформаційного фону: фінансовий ринок здатен проявляти надреакцію як на сприятливу, так і на негативну інформацію щодо конкретного об'єкта, що відображається на вартості цінних паперів останнього.

У даному контексті важливим питанням дослідження фінансової науки є вибір джерела фінансування суб'єктами реального сектору економіки України та співставлення його з наявними теоріями ієрархії джерел фінансування в умовах впливу інформації. Не останню роль у прийнятті такого рішення відіграють фінансові результати діяльності підприємств: так, станом на вересень 2018 р. від початку року українські підприємства сумарно отримали прибуток (до

оподаткування) в розмірі 208,2 млрд грн, але, разом з тим, збитковими були 29,2 % з вітчизняних підприємств (рис. 2.10).

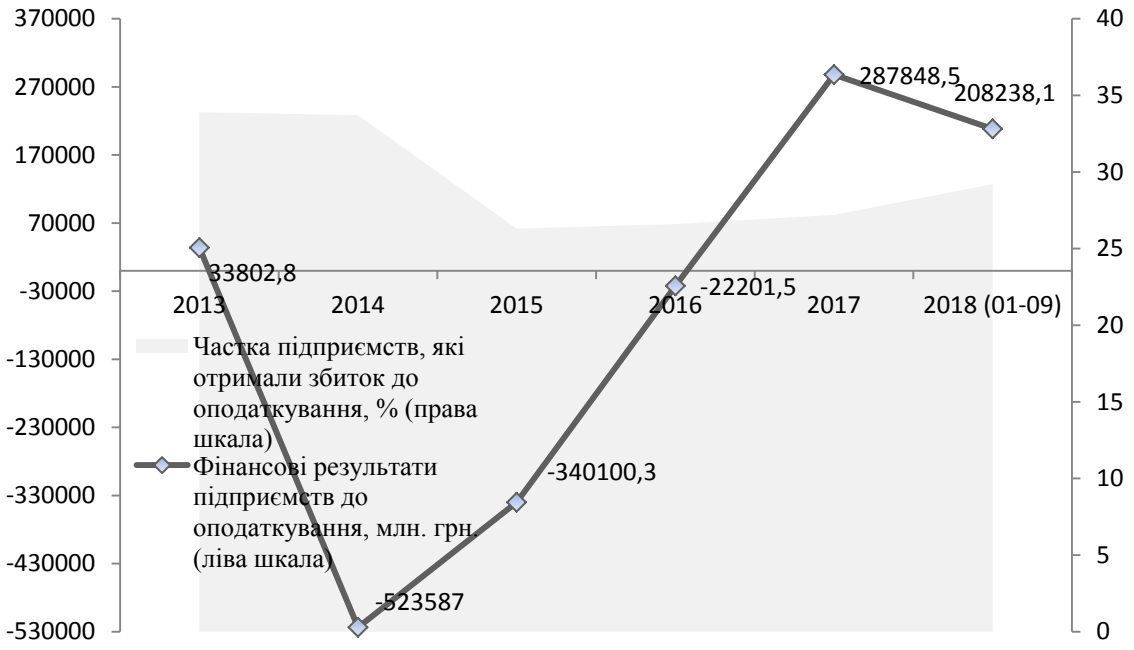


Рис. 2.10. Фінансові результати українських підприємств до оподаткування та частка тих, які отримали збиток, за 2013-вересень 2018 рр.

Джерело: [84]

Таким чином, в загальноекономічному розрізі з 2013 р. спостерігається різке погіршення фінансових результатів вітчизняних підприємств до оподаткування, які до 2016 р. включно закріпилися на негативній позначці. Разом з тим, протягом усього розглянутого періоду частка збиткових підприємств має тренд до зменшення, що свідчить про те, що ті зі збиткових підприємств, які не припинили свою господарську діяльність протягом досліджуваного періоду, продовжували накопичувати збитки прогресивними темпами, що спричинило збільшення поляризація між прибутковими та збитковими підприємствами.

Суб’єктам реального сектору економіки України характерне тривале зниження рентабельності, що розпочалося у ІІІ кварталі 2017 р. У першому півріччі 2018 р.частка операційно збиткових підприємств становила 31 % (що на 1 в.п. більше у порівнянні з попереднім роком). Темп приросту операційного

прибутку суттєво знизився: з 50 % за перше півріччя 2017 р до лише 1 % за аналогічний період 2018 р. [28] (рис. 2.11).

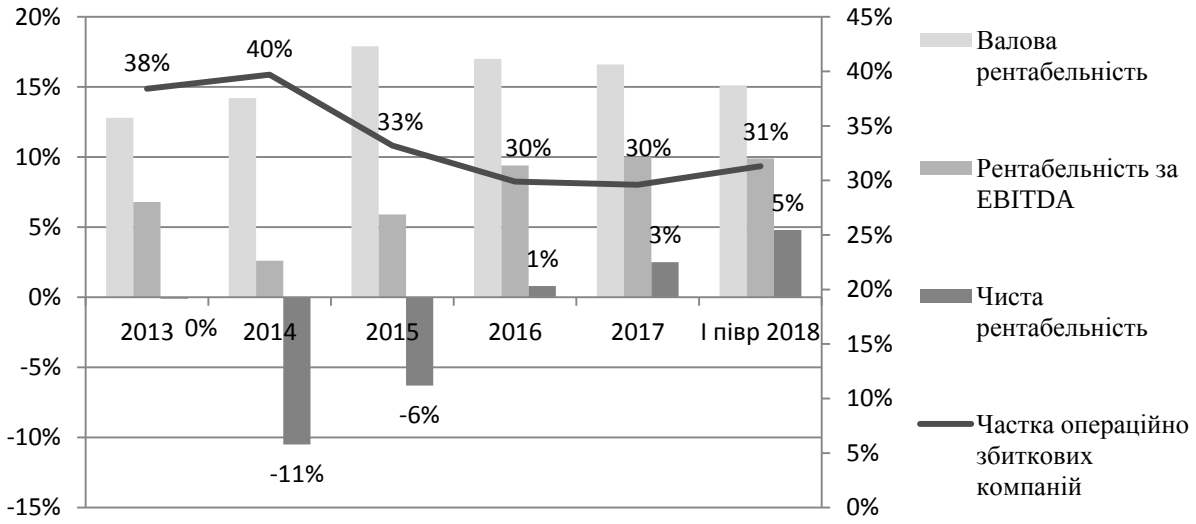


Рис. 2.11. Частка операційно збиткових підприємств (права шкала) та рентабельність (ліва шкала) реального сектору економіки України за 2013-І півр. 2018рр., %

Джерело: [28]

Таким чином, нестабільний (а для деяких галузей реального сектору економіки – значною мірою від'ємний) фінансовий результат діяльності більшості суб'єктів реального сектору економіки України звужує можливості використання пріоритетного у теоріях ієрархії джерел фінансування – внутрішнього джерела. Це також обмежує можливості використання власних коштів підприємств для фінансування капітальних інвестицій і, як результат, стримує позитивні капітальні зрушення у реальному секторі для більшості його суб'єктів.

Щодо банківських кредитів як джерела фінансування потреб суб'єктів реального сектору економіки України, то оскільки дві пережиті фінансові кризи (2008-2009 рр. та 2014-2016 рр.) призвели до погіршення фінансового стану багатьох українських підприємств, то чимало з них перестали обслуговувати накопичені борги. Однак кризи нерівномірно вплинули на реальний сектор. Комплексний аналіз фінансового стану широкої вибірки суб'єктів реального сектору економіки України, проведений НБУ у 2018 р. [28], продемонстрував

чіткий поділ бізнес-середовища на «зірок», які не мають проблем із фінансовим станом, «зомбі», які неплатоспроможні та ніяк не можуть вийти з цієї ситуації, та три проміжні категорії з різною спроможністю обслуговувати власні борги. Причому на «зомбі» припадає майже третина корпоративних банківських кредитів, і шанси на їх повернення мізерні, що однозначно стримує розвиток корпоративного кредитування. Незважаючи на це, частка непрацюючих кредитів у більшості базових галузей реального сектору економіки України зменшується. Основні причини – списання безнадійних боргів та фінансова реструктуризація або зростання корпоративного портфеля завдяки новому кредитуванню в окремих секторах (олійно-жирова, добувна промисловість тощо).

Разом з тим, держава пропонує високі (на рівні 20 % річних) відсоткові ставки за ОВДП, що врешті знижує зацікавленість банків у кредитуванні реального сектору економіки [83]. Крім того, банки розміщують надлишкову ліквідність у короткострокових (7 та 14 днів) сертифікатах НБУ за ставками 19-20 % річних. При цьому загальний обсяг коштів, витрачених на купівлю цінних паперів НБУ, також має тенденцію до збільшення [83]. Наявність двох зазначених інструментів безпечного та прибуткового інвестування ресурсів банків (ОВДП – для довгострокових вкладень, сертифікати НБУ – для короткострокових) спричинює збереження дефіциту банківського кредитування для суб’єктів реального сектору економіки у середньостроковій перспективі на тлі проблемності більшості з них.

Одним із ключових негативних факторів, що також ускладнює зниження відсоткових ставок за кредитами для суб’єктів реального сектору економіки, є високий рівень інфляції та негативні очікування суб’єктів господарювання, вкладників, інших учасників ринку щодо цінової динаміки. В даному контексті інформаційні повідомлення щодо економічної ситуації в країні грають деструктивну роль з точки зору формування негативних домінуючих настроїв серед суб’єктів економіки, і ці настрої стимулюють прогресивні інфляційні очікування.

Інфляційні очікування виступають одним із проявів впливу інформації та суб'єктивного її сприйняття учасниками ринкових відносин на економічну кон'юнктуру та умови їх майбутнього господарювання, перетворюючи випадкову, одноразову за характером зміну цін (спричинену об'єктивними змінами на фінансовому та реальному ринках) на стійкий безперервний процес, який підсилюється за рахунок ланцюжкових реакцій (рис. 2.12), оскільки підприємства схильні закладати очікувану зміну ціни у товар із метою уникнення майбутніх збитків, утворюючи таким чином петлю.

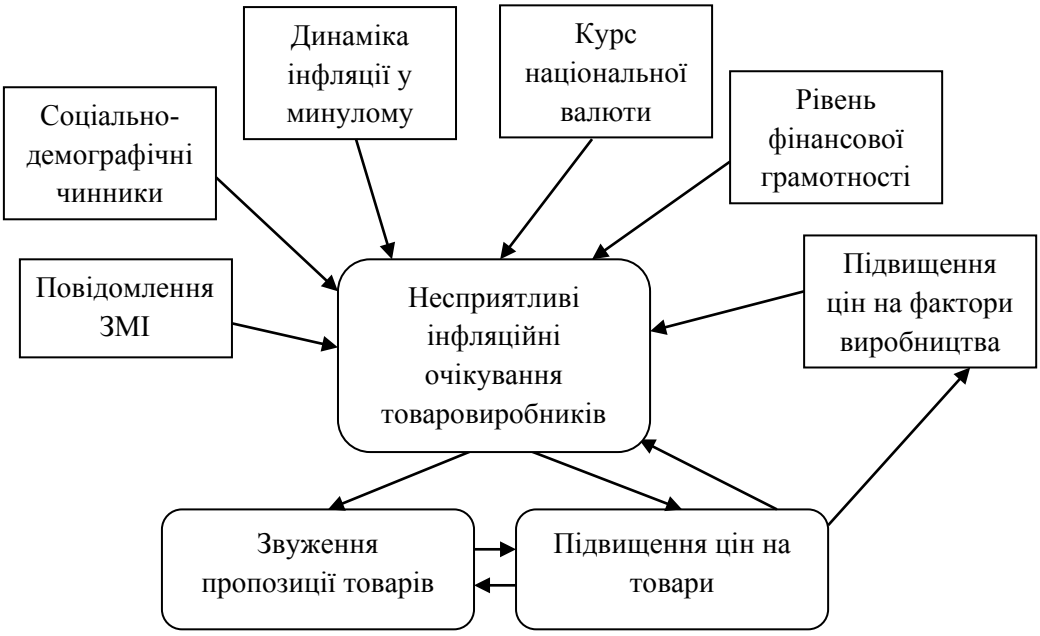


Рис. 2.12. Ланцюжковий механізм інфляційних очікувань товаровиробників

Джерело: розроблено автором

В Україні інфляційні очікування помітно відстають від поточної динаміки інфляції як у періоди швидкого зростання інфляції, так і під час стрімкого дезінфляційного процесу. Найшвидше зниження інфляційних очікувань відбувається у професійних прогнозистів, домогосподарства – навпаки очікують завищеної інфляції, а суб'єкти реального та фінансового сектору у цій амплітуді займають позицію посередині. Так, станом на жовтень 2018 р. на наступні 12 місяців фінансові аналітики очікують інфляцію на рівні 7,9 %, підприємства – 8,9 %, банки – 11,5 %, домогосподарства – 14,9 %, тоді як НБУ прогнозує

зниження інфляції до 6,3 % до кінця 2019 р. та досягнення позначки у 5 % у 2020 р. [33].

Оскільки інфляційні очікування безпосередньо впливають на рішення економічних суб’єктів щодо інвестиційної діяльності та заощаджень, то в таких умовах грошово-кредитна політика НБУ постає як мистецтво управління очікуваннями. Саме тому в останні роки комунікація центральних банків перетворюється на один із ключових інструментів у їх арсеналі [67].

Національний Банк України є не єдиним органом влади, що здійснює суттєвий вплив як на економічну кон’юнктуру фінансового ринку, так і на поведінку агентів прийняття рішень у межах реального сектору економіки України. Важливу роль у даному контексті відіграють і реалізовані Верховною Радою України (та виконавчими органами влади) зміни у законодавстві. Наприклад, повідомлення про внесення змін до Закону України «Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування» (підписане Президентом України П. Порошенком 27 грудня 2016 р.) [89], відповідно до якого з 1 січня 2017 р. всі фізичні особи-підприємці повинні платити єдиний соціальний внесок у розмірі 704 грн навіть у випадку призупинення діяльності та відсутності прибутку, спричинило масове закриття українських ФОПів (рис. 2.13).

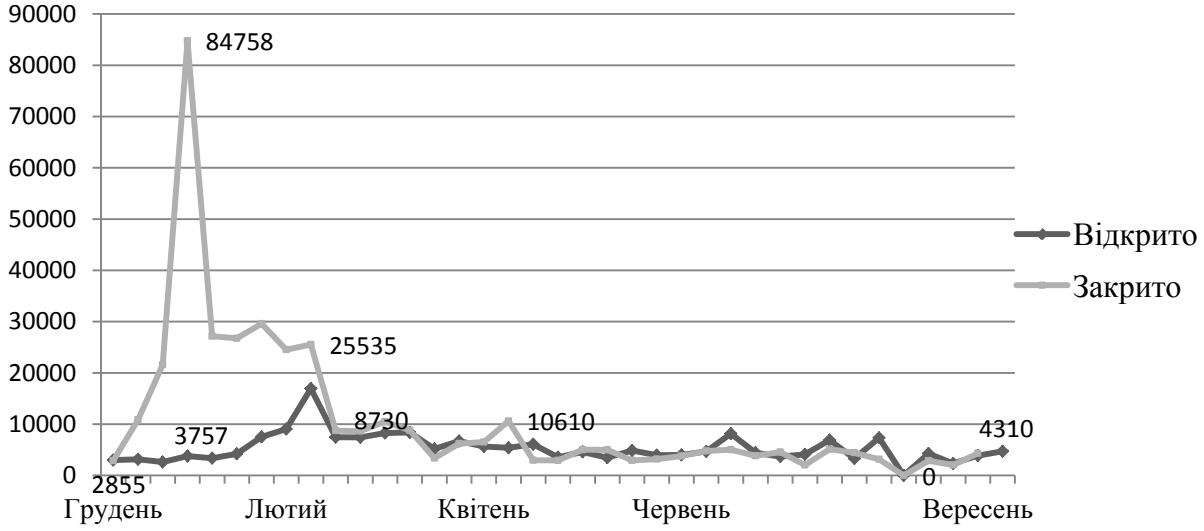


Рис. 2.13. Щотижневі показники закриття та відкриття ФОПів в Україні з грудня 2016 р. по вересень 2017 р.

Джерело: [18]

Як видно з рис. 2.13, у грудні 2016 р, січні та частково лютому 2017 р. показники закриття ФОПів досягли рекордних значень, а в останній тиждень грудня 2016 р. їх закрилося 84758 (що є найбільшим показником за досліджуваний період), тоді як відкрилося тільки 3757 нових. Даний стрибок показників закриття ФОПів демонструє вагомість впливу інформаційних повідомлень (у тому числі з боку законодавчих та виконавчих органів влади) на прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України.

Щодо впливу повідомлень органів виконавчої влади, то важливим фактором при цьому є статус або посада особи, яка здійснює інформування. Дослідження [134] виявило, що інформація, яка лунає з вуст голови центрального банку, впливає на фінансовий ринок сильніше, ніж інформація від його заступників, керівників департаментів. На думку автора, цей висновок підтверджує те, що агенти прийняття рішень є нераціональними у своїх судженнях, адже статус «не головуючої» особи в центральному банку не дає права або можливості цій особі більшою мірою (у порівнянні з «головуючою») дезінформовувати економічних суб'єктів і не зменшує вагомості її повідомлень. Тобто передумов для того, щоб слова саме голови центрального банку були найбільш правдивими у порівнянні з його підопічними, нема. Тобто по суті своїй це і є когнітивним упередженням, властивим суб'єктам реального сектору економіки, – чим вища посада суб'єкта інформування, тим вищий ступінь довіри до його слів.

Цікавими в даній площині є дослідження аналітичної платформи VoxUkraine, яка розвиває перший фактчекінговий проект в Україні для викриття брехні та маніпуляцій в заявах політиків. В результаті звірок з нормативно-правовими актами, офіційною статистикою та іншими задокументованими фактами виявилося, що в своїх офіційних заявах українські політики посилаються на цифри та факти, які значною мірою є проявом маніпуляцій, перебільшення/применшення або відверто неправдою [87]. Цей факт дозволяє резюмувати, що оскільки суб'єкти економіки схильні більше довіряти вищим посадовим особам, то маніпулятивні (а також перебільшені, применшені та неправдиві) повідомлення політиків часто виступають каталізатором прийняття

нераціональних фінансових рішень суб'єктами реального сектору економіки України.

Тут ще важливо констатувати факт, що інформаційні повідомлення органів влади можуть надходити до суспільства «у чистому вигляді» (через офіційний веб-сайт, прямі трансляції в ЗМІ, офіційні друковані видання) або через точку зору цільових груп: політиків, журналістів, фінансових аналітиків і науковців, які можуть вносити деякий рівень суб'єктивності, однобічної інтерпретації конкретному повідомленню, а інколи й відверто спотворюють зміст цих повідомлень. У таких умовах можна говорити про те, що суб'єктивне роз'яснення мас-медіа щодо певного фінансового питання може також впливати на процес сприйняття інформації та, як результат, поведінку економічних суб'єктів. За допомогою «фреймінгу» новин можна створити необхідний контекст змісту визначеної події, вибірково висвітлити окремі її сторони, створити умови для провокування масових форм поведінки [82, с. 122].

Таким інструментом часто користуються російські ЗМІ в умовах гібридної війни з Україною. До прикладу, у лютому 2015 р. на фоні чуток про неминучу інфляцію в Україні російські медіа вибухнули панічними новинами щодо того, що гривня ось-ось упаде і буде катастрофа. Щоб посилити відчуття небезпеки та згенерувати масовий страх, ці ЗМІ посилаються на необґрунтовані твердження: «Народ по всій країні кинувся по магазинах скуповувати на залишки своїх гривень продукти и техніку» («АиФ», 25 лютого, с. 1); «У продуктових магазинах спорожніли полиці – скуповували цукор, борошно, крупи... Схожа ситуація і в Ужгороді – народ штурмував супермаркети («Вести», 25 лютого, с. 4); «У магазинах – паніка, валюту можна купити тільки у міняйл, а дороги спорожніли» («Сегодня», 27 лютого, с. 1) [117].

Цілей даної психологічної операції було досягнуто – українці, як результати, справді створили споживчу істерію, оскільки схильні більше вірити ЗМІ, ніж власній оцінці ситуації (відповідно до якої магазини і дороги не спорожніли, ажіотажу на валюту нема). Така поведінка споживачів була однією із передумов посилення інфляції в Україні, і, на думку автора, цей випадок є свідченням

значимості інформаційних повідомлень як інструментів інформаційної війни у впливі на протікання економічних відносин у країні.

За висновками Б. Калініченка [35, с. 3], ЗМІ усе більше набувають потужної ваги у сучасному суспільстві, неоднозначно впливаючи на його функціонування і розвиток:

- ЗМІ відіграють ключову роль у механізмах реалізації державної влади, формують громадську думку, з одного боку, а з другого – вони реально і повсякденно протистоять тиску держави на громадянина і особистість;

- влада ЗМІ разом із законодавчою, виконавчою та судовою гілками утворює систему саморегуляції соціального організму країни, у якій вона виконує роль механізму зворотного зв'язку;

- завдяки розвиткові ЗМІ, технократична думка створила принципово новий вид управління – маніпулювання масовою свідомістю, розробка й удосконалення методів якої оцінюються значно вище, ніж інші види інтелектуальної діяльності;

- ЗМІ представляють собою значний технічний і ідеологічно-пропагандистський фактор розвитку європейської та світової спільноти.

Як уже зазначалося, у контексті впливу інформаційних повідомлень та їх емоційного забарвлення на прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України крізь призму сприйняття особливо вразливим є фінансовий ринок, де якість товару не можна перевірити на вигляд, дотик чи за іншими фізичними властивостями. Відповідно до моделі Р. Талера, ринок (Талер говорить про фондовий ринок) реагує на інформацію у три фази: 1) недостатня реакція, 2) пристосування, 3) надмірна реакція, які створюють ціновий тренд. При цьому надмірна реакція характеризує ситуацію, коли ринок занадто сильно або занадто довго реагує на певні (хороші або погані) новини (як у випадку з посткризовою адаптацією до нових внутрішньоекономічних умов). Один із проявів надмірної реакції – середній дохід після оголошення добрих новин є нижчим, ніж після поганих [217].

У таких умовах проблема боротьби з інформаційними маніпулюваннями стоїть дуже гостро. На сьогодні уже розроблено український стартап Leegle, який

визначає рівень маніпулятивності будь-якого тексту чи розмови [80]), і застосування таких стартапів є чудовим рішенням для мінімізації когнітивних упереджень під час прийняття фінансових рішень на ринку, чутливому до зміни інформаційного фону. Адже за умови наявності великої кількості учасників нераціональна поведінка одного з них може спровокувати таку ж нераціональну поведінку інших учасників ринку, оскільки при прийнятті фінансових рішень люди схильні до імітування поведінки інших. І ця імітація часто не відповідає власним суб'єктивним оцінкам ситуації (оскільки часто українські менеджери меншою мірою довіряють власним судженням у порівнянні з загальними тенденціям та очікуваннями на ринку). У таких випадках виникає так званий інформаційний каскад, який є проявом масової нераціональності учасників фінансових відносин [132; 133].

Крім названих, в Україні сформувався ще ряд деструктивних факторів, які стримують розвиток фінансового ринку та, відповідно, обмежують можливості суб'єктів реального сектору економіки України використовувати його переваги, оскільки специфіка процесу передачі та сприйняття інформації тут може спричиняти вагомі цінові коливання (рис. 2.14).

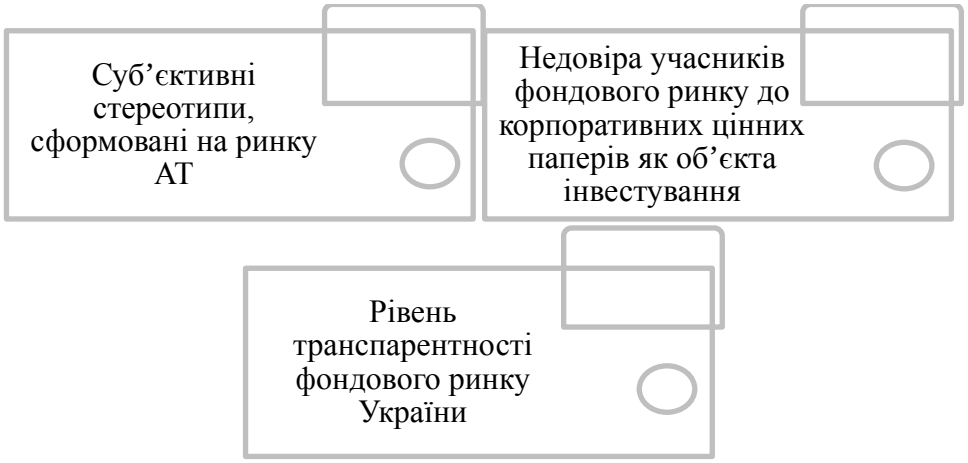


Рис. 2.14. Причини деформацій у механізмах, що забезпечують функціонування фінансів підприємницького сектору на фондовому ринку в Україні

Джерело: систематизовано автором на основі [6]

Описані деформації призводять до морального ризику, який пов’язаний з несумлінністю однієї або обох сторін угоди на фінансовому ринку, коли вони, переслідуючи власні інтереси, діють усупереч інтересам іншої сторони. Наприклад, у жовтні 2017 р. Генеральна прокуратура України виявила масштабну маніпуляцію з цінними паперами на фондовому ринку України: посадові особи 38-ми підприємств на території міста Києва продавали суб’єктам реального сектору «сміттєві» цінні папери зі штучно завищеною в десятки разів ціною, у результаті чого на ринку опинилося таких цінних паперів на суму близько 25 млрд грн [22], з чого можна зробити висновок, що українському фондовому ринку властива низька інформаційна ефективність. І це далеко не єдиний факт маніпулювання цінами на фондовому ринку в Україні (див., до прикладу, [39]).

Сам факт наявності низької інформаційної ефективності на фінансовому ринку України обмежує зацікавленість потенційних інвесторів, особливо іноземних, недовірливі настрої яких відображаються на скороченні накопичених у промисловості обсягів прямих іноземних інвестицій. З іншого боку, потенційні суб’єкти пропозиції віддають перевагу мінімізації рівня інтегрування з фінансовим ринком, адже емісія акцій та облігацій апріорі передбачає розкриття додаткової інформації та втрату частини контролю над управлінськими рішеннями (рис. 2.15).

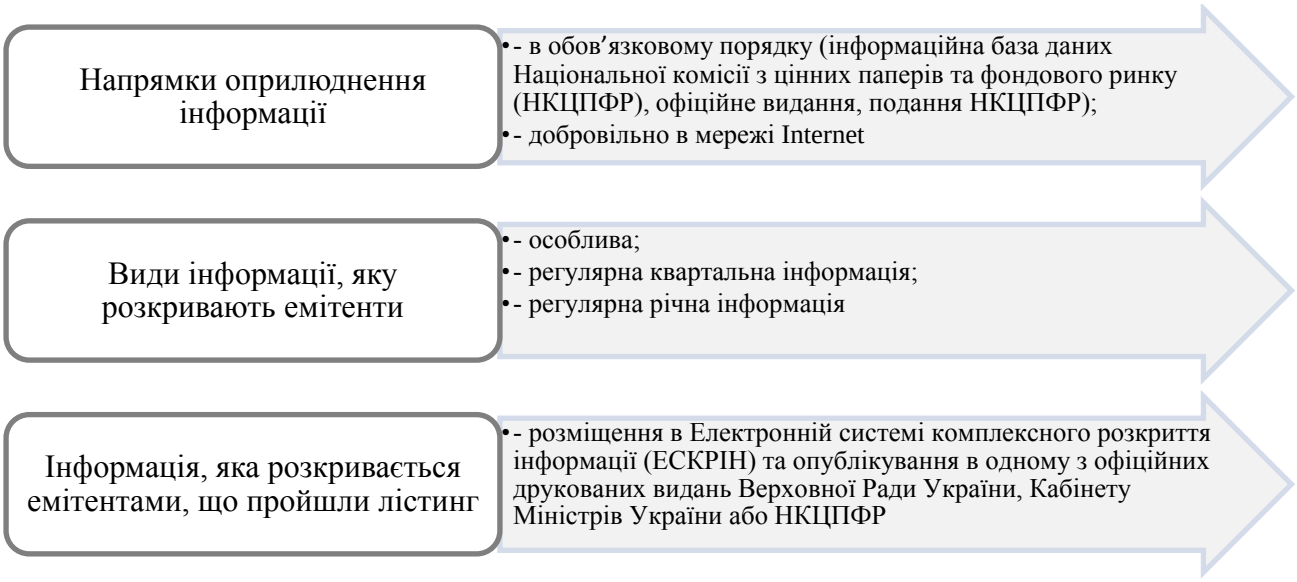


Рис. 2.15. Вимоги щодо розкриття інформації корпораціями-емітентами цінних паперів в Україні

Джерело: систематизовано автором на основі [90]

Ці та інші питання щодо розкриття інформації учасниками фінансового ринку прописані в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» [90], який передбачає, що власник простих акцій має право на отримання інформації про господарську діяльність акціонерного товариства та участь в його управлінні так само, як і на отримання дивідендів та у разі ліквідації товариства – частини його майна або вартості частини його майна.

Таким чином, залучення додаткових ресурсів суб'єктами реального сектору економіки шляхом продажу цінних паперів на фінансовому ринку може нести додаткові ускладнення в умовах асиметричності інформації та інформаційних маніпулювань (рис. 2.16) і виглядає менш привабливо у порівнянні з банківськими кредитами та внутрішніми джерелами фінансування, використання яких є обмеженим для низько- та неприбуткових підприємств.

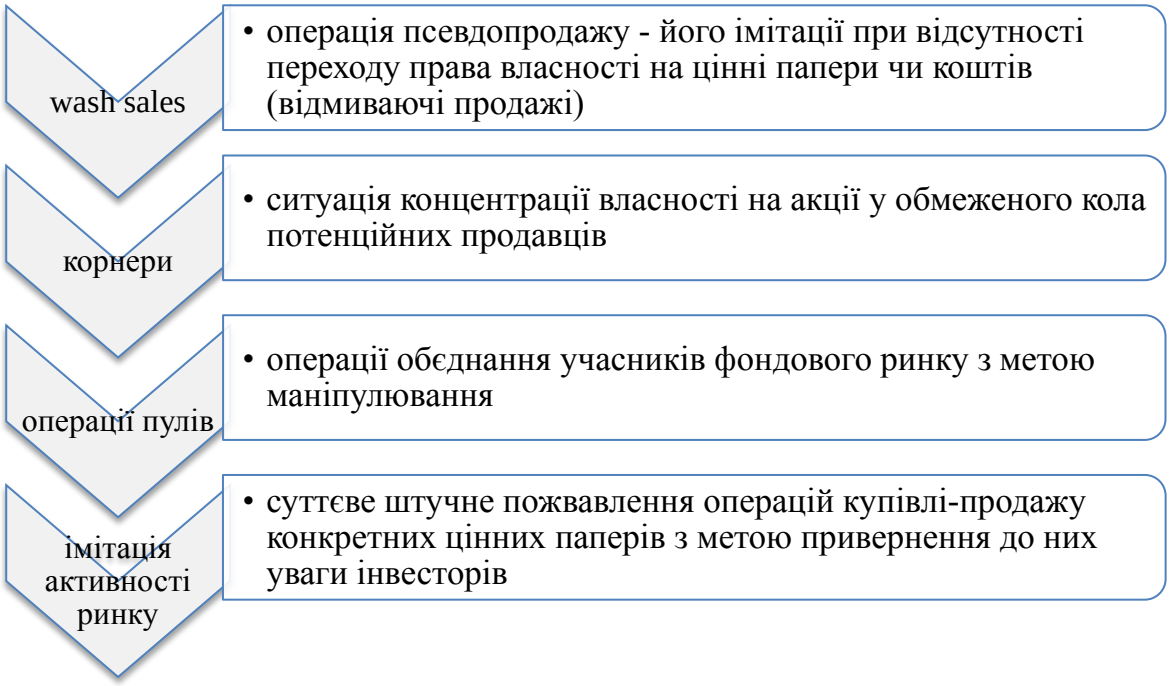


Рис. 2.16. Інформаційні маніпулювання на фондовому ринку

Джерело: візуалізовано автором

Ступінь маніпулювання на фондовому ринку в Україні має загрозливий характер. Його низькі обсяги та ліквідність дають змогу навіть брокерам «середньої руки» використовувати асиметричність інформації та укладати напівлегальні угоди [100, с. 56]. Згідно дослідженню М. Кутузової [68], фондовий

ринок України сьогодні не є джерелом залучення інвестицій, а більшою мірою засобом, за допомогою якого власники ефективно виходять із колишнього бізнесу, продаючи його зовнішнім інвесторам, рефінансують борги і створюють інструменти для укладання угод злиття та поглинання компаній.

Використання фондового ринку як основного інструменту залучення фінансових ресурсів в Україні обмежується, крім вищенаведеного, непривабливим з точки зору інвестицій фінансовим станом значної частини підприємств. Посилюється дане обмеження необхідністю співпраці з посередниками на фінансовому ринку, яких необхідно ознайомити з інсайдерською інформацією (яка доступна тільки для внутрішнього використання), що є небезпечним з точки зору можливого її витоку.

Таким чином, можна узагальнити, що суб’єкти реального сектору економіки України мають дуже сумнівні альтернативи щодо вибору джерел фінансування, адже в умовах нестабільних фінансових результатів можливість використання власних фінансових ресурсів обмежується через відсутність прибутку (у значної частини економічних суб’єктів), а можливість використання інструменту банківського кредитування звужується через зниження платоспроможності та кредитоспроможності самих позичальників і в результаті пропонування державою банкам більш привабливих альтернатив для вкладання коштів у порівнянні з реальним сектором.

Узагальнити вищенаведене можна таким чином: теорії ієрархій джерел фінансування в українському реальному секторі не спрацьовують, і він змушений застосовувати останні в ієрархії джерел фінансування – інвестиційні інструменти, використання яких пов’язане зі значним впливом інформації. Як доводить дане дослідження, такий вплив є неоднозначним і навіть загрозливим, оскільки створює умови для маніпулювання та інформаційної асиметрії між учасниками фінансових відносин.

2.3. Поведінкові упередження суб'єктів реального сектору економіки України

Для глибокого і всебічного розуміння процесів, що протікають у сучасній економічній системі України, потрібен об'єктивний аналіз витоків її розвитку через призму ідентифікації тих тенденцій господарської та фінансової діяльності підприємств, які демонструють непослідовність, ірраціональність національних економічних суб'єктів. Це приводить до необхідності дослідження всього часового проміжку, упродовж якого відбувались становлення та розвиток національних характеристик українського реального сектору та ментальних особливостей українських менеджерів, оскільки такий аналіз дає можливість глибшого розуміння всіх інституційних і еволюційних особливостей сучасної економічної системи України та ролі в ній суб'єктів реального сектору.

На етапі становлення національної економічної системи до грошової реформи 1996 р. (1991-1996 рр.) умови господарювання нівелювали будь-які фінансові результати діяльності підприємств. При цьому до середини 90-их років банки зобов'язані були забезпечити пріоритетні підприємства та сектори кредитними ресурсами за зниженими відсотковими ставками, реальні ж відсоткові ставки мали від'ємне значення до проведення реформи, що створювало стимули для надлишкового позичання [42]. Вимоги щодо формування значних банківських резервів спричинили зменшення власних ресурсів банків для кредитування «непріоритетних» підприємств [150]. Цільове кредитування являло собою політичний вибір уряду.

Незважаючи на той факт, що реальні відсоткові ставки за кредитами фактично були від'ємними, це не стало достатнім стимулом для прогресивного приросту кредитування підприємств в економіці України: до початку 1996 р. показник відношення кредитів банків до надходжень підприємств знизився до позначки 5 % і тримався на такому рівні до початку 2000-них (Додаток А). На думку автора, така поведінка підприємств є проявом парадоксу Еллсберга (або ефекту неоднозначності) (Ellsberg paradox), відповідно до якого суб'єкти

намагаються уникати ситуації невизначеності (у даному випадку пов’язаної з різкими змінами показників інфляції), віддаючи перевагу ситуаціям з умовно визначеним рівнем ризику. Таким чином функція оцінки ризиків є нелінійною (субпропорційною) і трансформується в функцію суб'єктивних ймовірностей, які можуть бути субаддитивними (в сумі не дорівнювати одиниці).

Щодо рівня депозитів, то починаючи з 1991 р. їх частка у сукупному ВВП України опустилася до позначки приблизно 10 % і трималася на такому рівні до початку 2000-них (Додаток А). Це свідчить про те, що економіка країни протягом десятиліття була недомонетизованою в результаті низького рівня довіри українських суб’єктів господарювання до національних кредитних ринків попри численні заклики з боку влади до раціональнішого використання коштів і підтримки національної економіки [43, с. 19]. На думку автора, така тенденція у зміні поведінки економічних суб’єктів відповідає постулатам біхевіористичних фінансів – ефекту неприйняття втрат (effect of loss aversion) та парадоксу Алле (Allais paradox). Так, маючи негативний досвід сертифікатної приватизації та фінансових пірамід, більшість агентів прийняття рішень, нехтуючи показниками гіперінфляції, приймали рішення залишити кошти в готівковій формі у власній кишені, тобто віддали перевагу досягненню більшої надійності на противагу отримання більшої очікуваної корисності.

Ще однією характерною для української економіки проблемою 90-тих років було стрімке нарощення взаємної заборгованості між підприємствами (Додаток А). На початку 1997 р. обсяги заборгованості між підприємствами вперше перевищили показник ВВП, а з кінця 1997 р. не опускалися нижче 100 % його величини. Заборгованість за рахунками фактично стала відігравати роль сурогатних грошей (замінників грошей) для українських підприємств [42] (наявність яких являє собою форму прихованої інфляції), а сам процес нарощення заборгованості набув ознак хронічності. Такий характер боргів свідчить про те, що реальні ціни операцій, що спричиняли заборгованість, імовірно, були набагато нижчими, адже сам факт того, що підприємства продовжували вдаватися до такої

практики, є індикатором її корисності з погляду розширення кредитування та ухиляння від сплати податків.

Імплементація фінансового інструменту відстрочки оплати рахунків перед підприємствами, а також використання бартерного механізму взаєморозрахунків спричинили скорочення валових наявних доходів підприємств у розрахунку до ВВП, особливо у реальному секторі [46]. Замінниками грошей виступали як взаємні прострочені борги та бартер, так і податкова заборгованість, заборгованість з виплати заробітної плати, векселі та розписки. Отримання в обмін на інші товари тих товарів, які не використовуються негайно покупцем, генерувало збільшення інвестицій у матеріально-виробничі запаси, що збільшувало витрати на зберігання та інші витрати [154]. При цьому зрозуміло, що таким чином підприємства не тільки знижували свою ліквідність та фінансову незалежність, а й конкурентоспроможність у результаті підвищення цін.

Основною причиною такої поведінки, як зазначалося, була недостатність кредитних ресурсів (або їх номінальна дорожнеча) для частини «непріоритетних» підприємств. При цьому решта суб’єктів господарювання – «пріоритетні» – невиправдано повторювали таку поведінку навіть за умови наявності можливості скористатися послугами кредитного ринку для покриття тимчасової нестачі фінансових ресурсів. Як висловився з приводу такої масової поведінки О. Терещенко, «ілюзорна через ментальні й психологічні фактори поведінка окремих суб’єктів фінансових відносин решті видається раціональною, що веде до колективної нераціональності» [101, с. 105]. Тобто групуючись, суб’єкти господарювання починають поводитися не так, як вони діяли б у випадку відносної ізоляції, що пояснюється запропонованим французьким соціологом Г. Ле Боном [179] ефектом натовпу (crowd effect), який вважається одним з найбільш розповсюджених причин нераціональної поведінки. Вчений довів, що суб’єкти (Ле Бон говорив тільки про людей, однак, як бачимо, даний ефект «працює» й у випадку суб’єктів господарювання) піддаються сторонньому впливу навіть будучи переконаними, що суб’єкт даного впливу є некомпетентним. Цей феномен пов’язаний з тим, що в умовах різного роду обмежень (у часі,

інформації, ресурсах) суб'єкти прийняття рішень у своїх намаганнях справитися з потоком інформації та зовнішніми подразниками несвідомо починають думати шаблонно і користуватися евристичними, інтуїтивними методами вирішення завдань. Результати експериментальних досліджень [16] показали, що близько 35 % присутніх у групі людей підтримують думку загалу, будучи не згідними з нею. Однак ситуація змінюється, якщо хоча б одна людина починає пропонувати альтернативу. Тоді згадані 35 % цілком готові підтримати нову точку зору.

На противагу 90-их, початок третього тисячоліття ознаменувався для української економіки стабілізаційними тенденціями, які відобразилися як на успішності діяльності підприємств, так і на показниках загальнодержавних фінансів. Результати порівняльного аналізу свідчать, що впродовж 2001-2004 рр. темпи зростання ВВП України були вищими, ніж середні в країнах СНД, проте з 2005 р. ситуація набуває протилежного характеру [119].

У реальному секторі економіки України в 2000-2008 рр. стабільною є тенденція міжгалузевого перерозподілу на користь будівництва та підприємств, що надають послуги. Але такі структурні зміни не сприяють якісним структурним зрушенням у промисловості. Так, більше ніж 2/3 загального обсягу промислової продукції створюють галузі, що виробляють сировину, матеріали й енергетичні ресурси [119]. Але такі умови господарювання не стимулювали суб'єкти реального сектору економіки України до інноваційної діяльності: протягом 1992-2003 рр. прослідковувалося зниження у 1,8 разу реального обсягу фінансування наукових досліджень (на противагу показника 1991 р.), що призвело до втрати якісного ядра потенціалу науково-технологічної сфери. У наступні роки дана проблема ще більше загострилася [97].

З точки зору окремо взятого підприємства це свідчить про те, що попри стабільний поступальний рух умов господарювання економічні суб'єкти відмовлялися робити розрахунок на віддачу від вкладень у інноваційність власної діяльності. Така поведінка відповідає елементу теоретичної конструкції біхевіористичних фінансів – ефект неприйняття (уникнення) втрат (effect of loss aversion), який проявляється у небажанні підприємств приймати на себе ризик

неповернення вкладених у інновації фінансових ресурсів навіть за умови, коли ефект вигоди від таких капіталовкладень міг бути значним (в умовах низької частки інноваційно активних підприємств кожне з них мало можливість використати цю обставину в своїх комерційних цілях).

Як дослідили Д. Канеман та А. Тверські [168], медіанний коефіцієнт ухилення від втрат становить близько 2,25, тобто втрати засмучують людину у 2,25 разів сильніше, ніж вона радіє аналогічним набуткам.

Таким чином, не переймаючись пошуком резервів технологічної модернізації виробництва, підприємства більшості галузей економіки України вдалися до підвищення цін (до прикладу, з 1999 р. по серпень 2009 р. індекс цін виробників промислової продукції зріс у 4,2 рази). І такий феномен не є винятковим, адже рішення економічних суб’єктів, пов’язані з вибором у часі, часто бувають непослідовними.

Така поведінка українських підприємств може бути також пояснена моделями субадитивного дисконтування, які використовуються для оцінки вибору у часі та враховують затримку та інтервал дисконтування: люди є менш терплячими (на одиницю часу) протягом коротких інтервалів незалежно від того, коли вони стаються, що суперечить постулатам раціональності. Багато сучасних наукових досліджень щодо вибору у часі обґрунтовують, що дисконтування як процес оцінки майбутніх вигод або втрат є набутим уподобанням, на яке значною мірою впливають очікування, рамкування, фокус, перелік думок, настрій, знаки та шкала, яка застосовується для опису об’єкта дисконтування.

Наступним переломним етапом у розвитку української економіки була фінансово-економічна криза 2008-2009 рр., яку можна вважати найстрімкішою за роки незалежності і яка супроводжувалася падінням рівня ліквідності господарюючих суб’єктів, банкрутствами, збільшенням кількості проблемних банків та їх філій, уповільненням темпів приросту та негативною динамікою банківських показників, а також зростанням темпів інфляції, економічною та політичною нестабільністю, падінням виробництва, купівельної спроможності та

ділової активності, скороченням ВВП, збільшенням валового зовнішнього та внутрішнього боргу.

Щодо діяльності українських підприємств, то у 2008 р. динаміка їх фінансових результатів до оподаткування була нерівномірною, проте з вересня 2008 р. розпочалося сповільнення, спричинене скороченням внутрішнього попиту в результаті суттєвого зниження темпів зростання реальних доходів населення та заробітної плати, а також погіршення економічних умов унаслідок значної залежності від кон'юнктури на зовнішніх ринках. З жовтня 2008 р. суб'єкти реального сектору економіки України (крім промислового виробництва) отримували збитки [93, с 24-25].

Протягом січня-вересня 2008 р. відбулося стрімке збільшення як дебіторської, так і кредиторської заборгованостей (приріст був відповідно у 1,9 та 1,7 разів вищим, ніж за весь 2007 р.) [93, с 26]. Причому більші темпи нарощення дебіторської заборгованості в порівнянні з кредиторською свідчать про погіршення платоспроможності українських підприємств, що врешті спричинило падіння вартості акцій українських компаній. Останнє є показовим індикатором масштабу економічної рецесії в країні.

При цьому важко не погодитись із висновком В. Крикуна [43] щодо недоречності визначення світової фінансової кризи 2008 р. основним чинником української фінансово-економічної кризи порівняно з інформаційною атакою, яка активно пропагувала гнітюче становище фінансової системи країни та спровокувала паніку серед агентів прийняття економічних рішень і відтік ресурсів із ринку капіталів. У даному випадку прослідковується поведінкова емоційна маніпуляція над суб'єктом без зміни і приховання всіх фактів – запропонований у 1981 р. Д. Канеманом та А. Тверскі ефект фрейму (framing effect), згідно з яким на прийняття будь-якого рішення впливають не тільки конкретні вихідні дані щодо окремого поставленого завдання, але й знак емоційного забарвлення (позитивного чи негативного) запропонованої ситуації. Фреймінг змінює точку відліку прийняття рішення так, що кінцева користь або втрата сприймаються по-іншому, так само як і ризик. Наприклад, на фоні негативного інформаційного забарвлення

щодо становища банківської системи України довіру споживачів фінансових послуг втрачали не тільки банки-банкрути (частка яких зросла), але й банки з позитивним фінансовим результатом, що спричинило значний відплив коштів з усієї банківської системи. Так, станом на 2009 р. депозити корпоративного сектору української економіки становили 115494 млн грн, що навіть не досягнуло позначки 2007 р. та на 19 % менше, ніж у 2008 р.

Щодо суб'єктів реального сектору економіки України, то в них аналогічні показники пропорційні сумарному корпоративному сектору: у 2009 р. залишки на депозитних рахунках становили 94796 млн грн, що не досягнуло значення 2007 р. та на 20 % менше показника 2008 р. Разом з тим, цікавим є той факт, що державні підприємства реального сектору в 2009 р. мали додатні зрушення показників депозитів у порівнянні з попередніми роками, тобто негативна динаміка спостерігалася тільки (і значною мірою) у недержавному секторі, фінансові рішення якого більшою мірою піддаються впливу забарвлень інформаційних повідомлень (рис. 2.17).

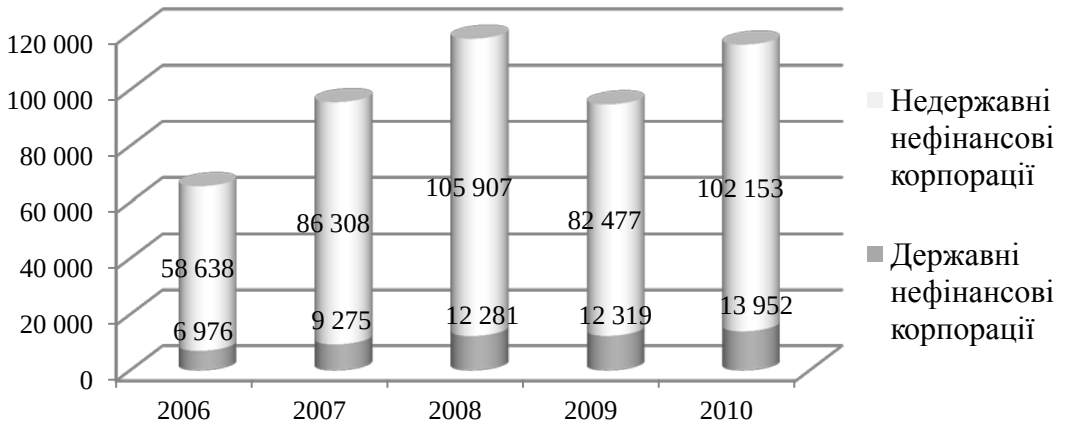


Рис. 2.17. Динаміка депозитів українських підприємств реального сектору за 2006-2010 рр., млн грн

Джерело: статистика НБУ [83]

Дана поведінка українських економічних суб'єктів є, на думку автора, підтвердженням ще одного упередження поведінкових фінансів, яке є проявом евристики подібності, – ілюзії підтвердження (confirmation bias) – заснованої на конструюванні суб'єктивістських проекцій, у які трансформуються різні за

шкалою інтенсивності властивості об’єктів. Вона проявляється в тому, що людині легше приймати рішення в умовах універсалізації несуперечливої інформації. Наприклад, за умови відповідності банків позначкам А та С на умовній шкалі надійності для агента прийняття рішень легше зробити прогноз щодо подальшого розвитку такої банківської системи, елементи якої відповідають позначкам А’ та С’ (рис. 2.18). Хоча варто відмітити, що така універсалізація може містити зайві або висококорельовані дані, які викривляють відображуваний процес.

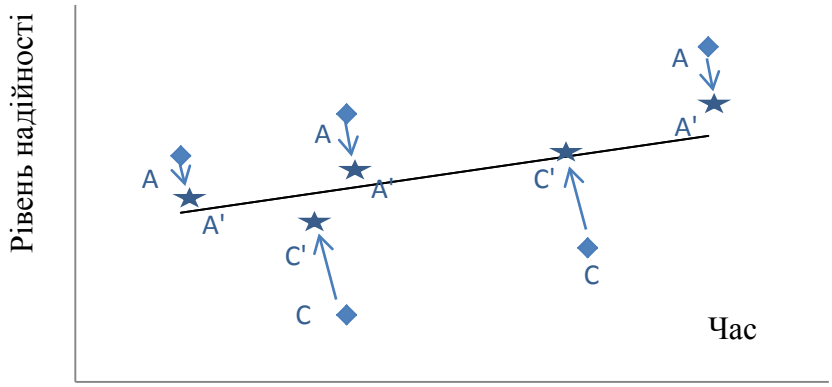


Рис. 2.18. Відображення уявлення суб’єктів прийняття рішень щодо певної сукупності інформації про різнотипні об’єкти в рамках ілюзії підтвердження

Джерело: візуалізовано автором

Розуміючи важливість інформаційного супроводу будь-яких процесів у економіці, фінансові установи у критичний період намагалися змінити загальний негативний інформаційний фон, запроваджуючи нові програми лояльності і розширюючи асортимент послуг, вдосконалюючи їх якість й інформаційно-комунікаційні стратегії. Однак, ефективність цих заходів у загальнонаціональному вимірі була не дуже високою.

Після послаблення наслідків фінансово-економічної кризи українські підприємства наглядно продемонстрували ще один ефект поведінкових фінансів – евристику наявності (availability heuristic), яка передбачає схильність суб’єктів оцінювати ймовірність настання конкретної події на основі нещодавньої або яскравої інформації, тобто такої, яка чітко відображається в пам’яті. Так, кризові процеси, які розпочалися у 2008 р., стали точкою відліку для суб’єктів реального

сектору економіки України, довіра яких до фінансової системи країни значно послабилася, про що свідчить скорочення показника депозитів строком більше 2р. у 2009 р. майже вдвічі у порівнянні з 2008 р. і утримування даного показника на такому рівні протягом 4 наступних років, тобто суттєвий приріст (на 33 %) депозитів від 2 р. спостерігався тільки в 2013 р., однак він все ж не досягнув показника 2008 р. Причому, на противагу депозитів строком від 2 р., показник депозитів строком до 1 р. суб'єктів реального сектору економіки України почав стрімко зростати уже з 2010 р., тобто скорочення довгострокового депозитування не було наслідком дефіциту фінансових ресурсів (рис. 2.19).

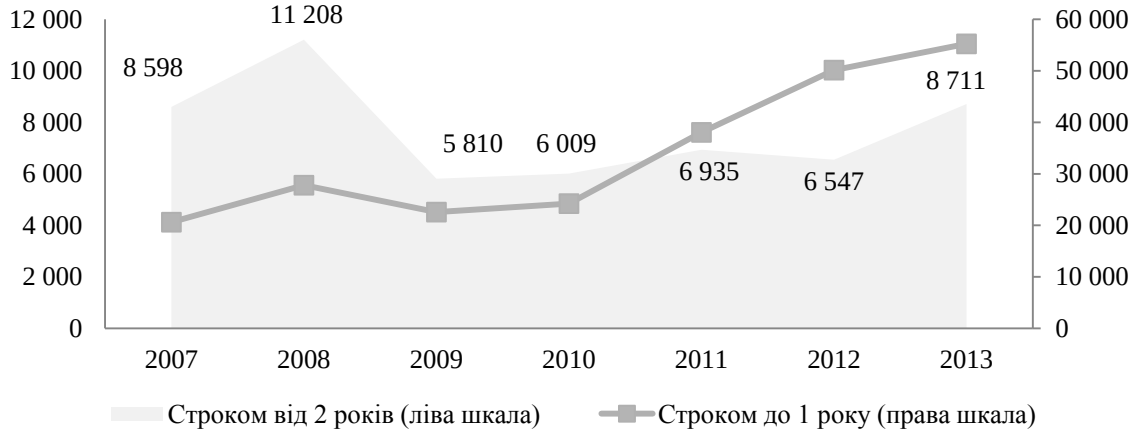


Рис. 2.19. Динаміка депозитів підприємств реального сектору економіки України за 2007-2013 рр., млн грн

Джерело: статистика НБУ [83]

З позицій евристики наявності підприємства реального сектору економіки України діяли відповідно до власноруч спроектованої «теорії», відповідно до якої довгострокові депозити не є надійним інструментом збереження коштів, що засвідчили кризові процеси 2008-2009 рр. Стабілізація посткризової економіки піддала сумніву цю «теорію», а також той факт, що відсоткові ставки за новими депозитами строком від 2 р. протягом усього періоду 2009-2013 рр. були вищими, ніж у 2008 р. (особливо прогресивно відрізнялися 2009-ий, 2010-ий та 2012-ий рр., протягом яких депозитні установи пропонували контракти по нових депозитах від 2 р. за середньозваженими ставками 12,1, 13,2 та 14,6 % відповідно, тоді як у 2008 р. ця ставка становила 8,1 %), мав слугувати додатковим мотиватором у

збільшенні довгострокових депозитів, однак українські підприємства продовжували користуватися власною «теорією» як аксіомою.

Продемонстрована евристика була, з одного боку, наслідком передбаченого біхевіористичними фінансами відхилення через побудову думки на основі доступних фактів (biases due to the retrievability of instances), тобто суб'єкти, які відчули негативні наслідки кризових явищ на собі або серед близького оточення, в майбутньому переоцінювали середню ймовірність повторного настання такої події та негативних її наслідків. З іншого боку, така евристика була наслідком відхилення через побудову думки на базі неефективних вибірок (bias due to the effectiveness of a search set), тобто прогноз щодо подальших умов розвитку власного бізнесу будувався українськими менеджерами на основі такої вибірки минулих періодів, в якій домінуючу роль зіграв період кризової рецесії.

За оцінкою НБУ, фінансове становище в Україні нормалізувалося ще у квітні 2009 р. виходячи з показника індекс фінансового стресу [27] (різке його скорочення на початку 2009 р. свідчить про те, що українські підприємства надалі не мали економічно обґрунтованих причин очікувати стрімкого погіршення фінансових умов їх господарювання, що є свідченням нераціональності їх рішень), який вимірює рівень напруження фінансової системи та надає комплексну кількісну оцінку її стану. Для розрахунку індексу виділено чотири сектори фінансового ринку: банківський (вага 0,3), корпоративних цінних паперів (вага 0,1), державних цінних паперів (вага 0,25) та валютний (вага 0,35), і для кожного з секторів розраховується окремий субіндекс як середнє значення низки нормалізованих базових показників. Усього для розрахунку індексу НБУ використовує 14 показників [27].

Згодом тенденція повторилася: галопуюча інфляція 2015 р. спричинила різке скорочення депозитів від 2 р., яке припинилося тільки у 2017 р. (у 2015 та 2016 рр. обсяги депозитів підприємств реального сектору економіки України становили всього 2233 та 2639 млн грн відповідно).

Описані відхилення від раціональності тісно переплітаються з теоретичним постулатом евристики якоря (anchoring heuristic). Відповідно до цієї евристики

суб’єкти прийняття рішень виходять з первісних оцінок і підходів, які в подальшому стають базою для характеристики нових ситуацій. Евристика якоря може проявлятися й у багатьох інших формах: наприклад, Р. Шиллер таким чином пояснює поведінку автодилерів (та інших продавців), які починають торгівлю зі встановлення завищених цін і тим самим зміщують емоційну «прив'язку» покупців до вищої початкової точки порівняння. В українській економіці даний ефект проявляється у виробництві, приріст цін на товари якого (індекс цін виробників) хронічно випереджає приріст споживчих цін (індекс інфляції) (рис. 2.20), хоча кореляційний зв'язок між ними дуже сильний – коефіцієнт кореляції (для щомісячного аналізу) становить 0,98. Тобто виробники промислової продукції в певній мірі «закладають» майбутню інфляцію у свої ціни попередньо, тим самим зміщуючи початкову точку порівняння.

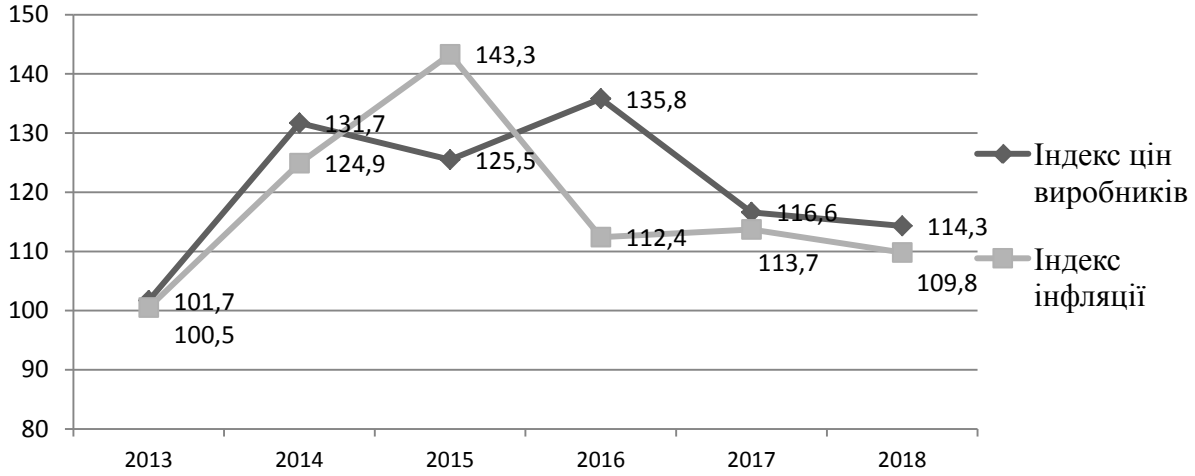


Рис. 2.20. Індекси інфляції та цін виробників за 2013-2018 рр., %

Джерело: Мінфін [32]

В умовах високого рівня інфляції знижується зацікавленість учасників ринку до довгострокових заощаджень, що негативно впливає на ринок тимчасово вільних фінансових ресурсів.

Для підтвердження ще одного ефекту поведінкових фінансів суб’єктів реального сектору економіки України порівняємо показники депозитів, залучених депозитними корпораціями, та номінальну вартість цінних паперів, випущених суб’єктами реального сектору України у посткризовий період (рис. 2.21).

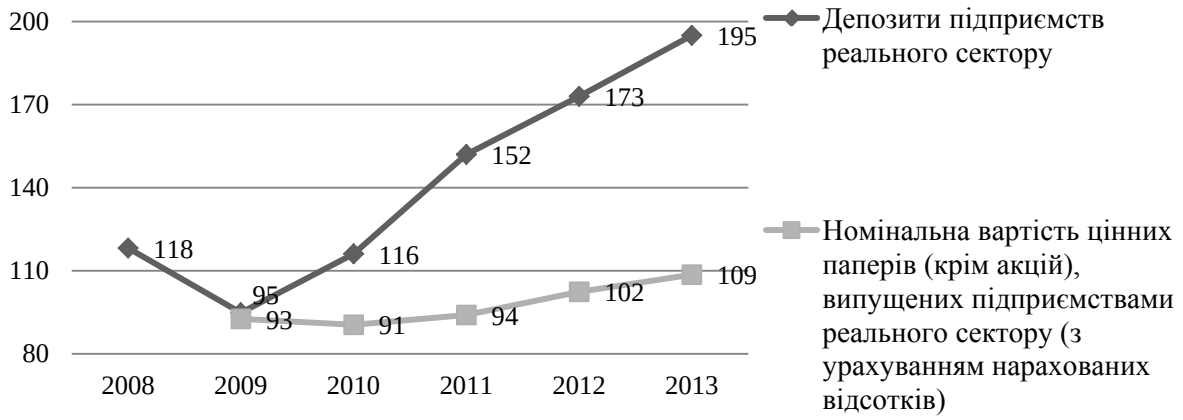


Рис. 2.21. Динаміка фінансових показників підприємств реального сектору економіки України за 2008-2013 рр., млрд грн

Джерело: статистика НБУ [83]

З наведених даних видно, що у посткризовий період підприємства реального сектору економіки України поводились нераціонально в питаннях максимізації свого прибутку: замість пошуку шляхів «активного доходу» (інвестування в бізнес, у тому числі шляхом купівлі цінних паперів інших господарюючих суб'єктів) агенти прийняття рішень віддавали перевагу отриманню гарантованого «пасивного доходу» від контрактування з депозитними корпораціями, навіть зважаючи на факт зменшення відсоткової ставки за депозитами після 2009 р. Так, на фоні негативного досвіду кризової регресії вкладення у бізнес більшою мірою, ніж раніше, асоціювалося з імовірними ситуаціями недоотримання законтрактованого доходу в результаті погіршення фінансового стану об'єкта інвестування, що пояснюється уже описаним ефектом неприйняття (уникнення) втрат і теорією перспектив (prospect theory), яка була запропонована Д. Канеманом та А. Тверскі як модель, що більш повно дає оцінку нераціональній поведінці агентів прийняття рішень [168]. У середньостатистичному калькулюванні останні більше схильні до збереження досягнутого фінансового рівня, ніж до його збільшення.

Це звичайна аномалія, яка пояснюється тим, що людська психіка сприймає не стільки абсолютне значення власного багатства, скільки його зміни, причому радість від виграшу є значно меншою, ніж відчуття гіркоти еквівалентної втрати

(як уже згадувалося, у 2,25 разів). Виходячи з експериментальних досліджень теорія перспектив робить парадоксальний для неокласичної економічної теорії висновок: агенти прийняття рішень ймовірніше готові взяти на себе ризик, щоб уникнути втрат, аніж одержати додаткову премію за умов більшого ризику [76].

Намагаючись знайти пояснення такій поведінці українських суб’єктів господарювання, А. Золковер [30, с. 54] доводив, що вони мають схильність до інвестування та інвестиційний потенціал, навіть вдаються до дезінтермедіації (перевага прямого випуску цінних паперів перед банківським посередництвом), але внаслідок нерозвиненості та браку інформації про альтернативні інвестиційні можливості вимушені здійснювати вкладення у банківські депозити або зберігати їх поза депозитними установами у готівковій формі.

Така точка зору відповідає введеному Г. Саймоном у науковий обіг поняттю обмеженої раціональності [209], під якою розуміються цілеспрямовані дії суб'єкта, здійснені в умовах, коли прийняття найбільш ефективних рішень ускладнене відсутністю часу, інформації, а також недостатністю ресурсного забезпечення. Результатом дослідження Г. Саймона є той факт, що людина скоріше прагне до задоволення, а не максимізації корисності, виходячи з постійної обмеженості ресурсів, необхідних для зваженого прийняття рішення. І це пов’язано з властивостями нашого мозку, який може захищати, виправдовувати, обманювати і т. д.

Одним із проявів впливу властивостей мозку людини та способу мислення взагалі у фінансовому вимірі є упередження надмірної оптимістичності агентів прийняття рішень. Найкраще вони прослідковуються в інвестиційній діяльності, де прийняття рішень ґрунтується на аналізі індексів та тенденцій, а в реальних рішеннях власні майбутні успіхи переоцінюються, у результаті чого менеджери очікують нереально високої віддачі (рис. 2.22).

Загальний показник дохідності на фондовому ринку	Очікування дохідності інвесторами віком від 35р.	Очікування дохідності інвесторами віком до 35р.
• 3,8%	• 8,4%	• 10,2%

Рис. 2.22. Огляд компанії з управління активами Schroders очікувань американських інвесторів

Джерело: [224].

Упередження надмірної оптимістичності зазвичай вимірюється через два детермінанти ризику: абсолютний ризик – коли людина або підприємство оцінюють вірогідність настання негативної події у порівнянні з фактичним шансом її настання, та порівняльний ризик – коли сукупність суб'єктів оцінюють ймовірність відчуття негативної події у власному бізнесі (оцінка їх особистих ризиків) у порівнянні з іншими суб'єктами в тій же сфері діяльності (оцінка цільового ризику) [157]. Щодо першого з них, то його оцінку демонструє, до прикладу, опитування підприємців, проведене НБУ у лютому-березні 2017 р., щодо очікувань комерційної сфери на 2017 р. Основною перешкодою для розвитку промислових підприємств названо завищені ціни на енергоносії та матеріали. При цьому 672 опитаних підприємства різних сфер діяльності, регіонів та зовнішньоекономічної орієнтації показали наступні позитивні очікування щодо розвитку їх бізнесу у 2017 р. [45]:

- збільшення виробництва товарів і послуг на 6,1 %;
- уповільнення темпів інфляції до 15,6 %;
- пожвавлення ділової активності на 13,3 %.

Індекс ділових очікувань відповідно до даного опитування потенційно мав підвищитися до 113,3 %. Ще в 2017 р. підприємства планували частіше брати кредити в національній валюті. Як бачимо, очікування підприємців щодо розвитку їх бізнесу на 2017 р. цілком оптимістичні.

Щодо реальних показників (наприклад, інфляції), то за період 2007-2017 рр. підсумковий індекс інфляції складав 398,5 %, тому, цікавим для аналізу є той

факт, що попри неоптимістичні тенденції (особливо за останні роки), українські підприємці сподівалися на зменшення темпів росту інфляції у 2017 р. (реально вони склали 113,7% за підсумками року [31]), хоча виражених передумов цьому не виявлено. Відповідно до дослідження Ліга.net [71], за реалістичним сценарієм індекс росту інфляції у 2017 р. мав становити 109,77 % (а за оптимістичним сценарієм – 108,16 %, тобто на 3,8 % менший, ніж у 2016 р.). Таким чином, підприємства занизили оцінку ймовірності настання негативної події (росту інфляції) у випадку, коли мова йшла про розвиток власного бізнесу, у порівнянні з фактичним шансом настання негативної події (виходячи із попередньої тенденції темпів росту інфляції їх прогнози могли бути більш скептичними).

Заглиблюючись у тему менеджерського оптимізму в Україні, доцільно детальніше проаналізувати очікування промислових підприємств (як однієї з найбільш значимих складових реального сектору економіки України) у III кв. 2018 р. (на основі даних Державної служби статистики України щодо стану ділової активності промислових підприємств [84]) та порівняти отримані результати з оцінкою реалізації конкретних пунктів цими суб’єктами у II кв. 2018 р. та реальним розвитком подій в українській економіці.

Щодо ділової впевненості у промисловості, то її індикатор на протязі I кв. 2015 р. (коли даний індикатор було вперше запроваджено в статистичну практику в Україні) – III кв. 2018р. мав від’ємне значення, а це означає, що більшість суб’єктів української промисловості не впевнені у своїй галузі. Станом на III кв. 2018р. даний показник становив (-4,6%) [84].

Усі складові для розрахунку індикатора ділової впевненості у промисловості наведені у Додатку Б та мають такі сезонно скориговані значення балансів [84]:

- оцінка поточного обсягу замовлень на виробництво продукції (попиту) в промисловості становить мінус 31 %, у переробній промисловості – мінус 34 %;
- оцінка поточного обсягу запасів готової продукції у промисловості становить мінус 5 %, у переробній промисловості – мінус 7 %;
- оцінка обсягу виробництва продукції за квітень-червень 2018 р. у промисловості становить плюс 10 %, у переробній промисловості – плюс 15 %;

- оцінка поточного обсягу іноземних замовлень на виробництво продукції (експортного попиту) у промисловості становить мінус 21 %, у переробній промисловості – мінус 25 %;

- очікування щодо обсягу виробництва продукції на наступні 3 місяці у промисловості становлять плюс 12 %, у переробній промисловості – плюс 13 %.

Отже, незважаючи на попередні негативні оцінки факторів, що впливають на виробничий процес (поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит) у промисловості, поточний обсяг запасів готової продукції у промисловості та поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у промисловості), очікування щодо обсягу виробництва продукції у III кв. 2018р. у промисловості позитивні (плюс 12 %) і залишалися позитивними від IV кв. 2015 р.

Саме негативна оцінка виробничих факторів попередніх періодів більшою мірою призвела до негативної оцінки ділової впевненості у промисловості, тобто, виходячи з нещодавнього досвіду ведення бізнесу, у менеджерів підприємств могло скластися враження, що сфера їхньої діяльності не є перспективною для розвитку (розширення) бізнесу, оскільки в даному процесі має місце ризик повторення уже пережитих негативних подій (таким міг би бути раціональний висновок, який мав би відобразитися на планах (очікуваннях) менеджерів щодо аналогічних показників у наступних періодах за умови, що динаміка продовжуватиме зберігатися). Однак, проведені дослідження продемонстрували (крім збільшення обсягу виробництва продукції у промисловості) наступні очікування промислових підприємств щодо стану їх ділової активності на III кв. 2018р. порівняно з попереднім кварталом [84]:

- зростання відпускних цін на продукцію промисловості;

- уповільнення темпів збільшення кількості працівників на промислових підприємствах;

- зниження впливу такого стримуючого промислове виробництво чинника, як недостатній попит, та одночасне посилення впливу такого фактора, як нестача робочої сили;

- збільшення на 1,2 в.п. завантаженості виробничих потужностей, яка в середньому становить 68,7 %;

- забезпеченість замовленнями, як і в II кв. 2018 р., – у середньому на 4 місяці роботи.

Даний порівняльний аналіз оцінки та очікувань щодо факторів, які визначають рівень виробництва промисловими підприємствами України, демонструє, що останні, усвідомлюючи в результаті власного досвіду несприятливі тенденції розвитку власного бізнесу, у майбутньому в абсолютній більшості розраховують на покращення показників своєї діяльності (збільшення обсягів виробництва, збільшення завантаженості виробничих потужностей, збільшення відпускних цін, забезпеченість замовленнями на 4 місяці робити), в тому числі за рахунок своїх рішень та особистих якостей (Додаток В). Це підтверджує те, що, як і інші агенти прийняття рішень, менеджери суб’єктів реального сектору економіки України регулярно переоцінюють свої здібності, особливо в неоднозначних та важкооцінюваних характеристиках, таких як управлінські навички та підприємливість. Ця переоцінка здібностей може змусити їх припустити, що вони зможуть уникнути або подолати потенційні ризики при реалізації запланованого курсу розвитку, оскільки вони найімовірніше оцінюють свої шанси на успіх як вищі, ніж середньостатистичні у галузі.

Разом з тим, для адекватної оцінки очікувань менеджерів українських підприємств щодо розвитку власного бізнесу попри негативну оцінку минулих подій доцільно розглянути динаміку капітальних інвестицій у промисловості, оскільки саме рівень капітальних інвестицій демонструє стратегічний характер діяльності будь-якого підприємства (рис. 2.23).

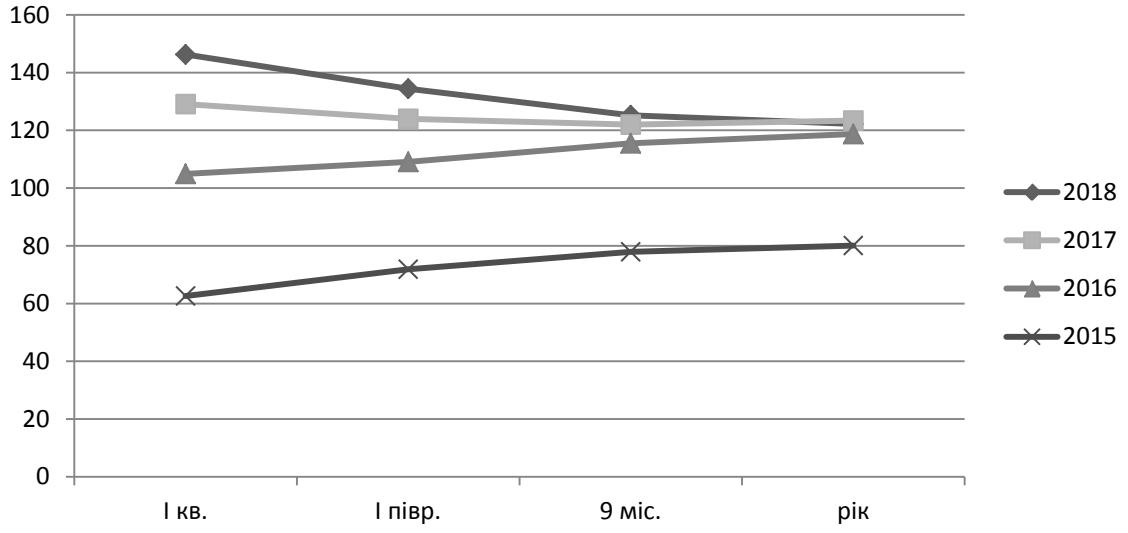


Рис. 2.23. Індекс капітальних інвестицій у промисловості України у 2015-2018 рр., % до відповідного періоду попереднього року

Джерело: [84]

З наведеного на рис. 2.23 графіка видно, що протягом усього досліджуваного періоду обсяг капітальних інвестицій підприємств України зростав, а беручи до уваги той факт, що близько ¾ капітальних інвестицій освоюються за рахунок власних коштів, стабільно позитивні зміни розміру капітальних інвестицій також підтверджують впевненість менеджерів підприємств в успішній реалізації своїх майбутніх проектів, адже на кону власні кошти. Це пов’язано з тим, що рішення підприємства щодо інвестування власного капіталу передбачає впевненість його власників (акціонерів) у зростанні їх благополуччя в результаті такого вкладання коштів, тобто перевищення віддачі від капітальних інвестицій (у випадку отримання довгострокового ефекту) над витратами, пов’язаними з їх освоєнням, а також підтверджує теорію про те, що люди, які мають безпосереднє відношення до прийняття рішень у господарській діяльності, надмірно самовпевнені, а це проявляється у схильності переоцінювати точність своїх знань та інформації, якою керуються менеджери підприємств при прийнятті рішень (а у випадку з капітальним фінансуванням – призводять до переінвестування, або надмірного інвестування). Особливо це проявляється у випадках, коли мова йде про комплексні рішення, для яких необхідним є проектування майбутніх грошових

потоків для широкого кола невизначених факторів та результатів. Як правило, люди найбільше самовпевнені саме у таких багатокомпонентних питаннях, як, наприклад, капітальні інвестиції [156]. Інші фактори надмірної самовпевненості менеджерів наведені на рис. 2.24.

Рис. 2.24. Фактори надмірної самовпевненості менеджерів підприємств при прийнятті рішень

Джерело: удосконалено автором на основі [155; 156; 166]

Із наведеної схеми узагальнюємо, що існують об’єктивні передумови для формування менеджерського оптимізму, в тому числі рекрутинговий відбір, адже амбітний та самовпевнений претендент на роль управлінця зазвичай викликає більше симпатій з боку працедавця у порівнянні зі скептичним претендентом (прогнози якого щодо успішності майбутніх проектів менш захмарні) і значно більше симпатій – у порівнянні з песимістично налаштованим претендентом на посаду менеджера.

Разом з тим, цим дослідженням автор не намагається довести, що управлінський оптимізм є негативним явищем, або що менеджери повинні намагатися викорінити цю рису. Оптимізм породжує набагато більше ентузіазму (а у випадку ініціювання нових проектів – мотивів), ніж скептицизм (не кажучи

вже про песимізм), і оптимізм дозволяє людям підвищувати власну ефективність та бути стійкими у складних ситуаціях або при досяганні складних цілей [131]. Згідно з проведеними дослідженнями [15; 201], коефіцієнт кореляції між рівнем оптимізму, якому присвоєний конкретний бал за визначеною шкалою, та рівнем професійної успішності, який визначається виходячи з отриманого за певний період прибутку, досягає 1, будучи при цьому абсолютно значущим. Тому підприємства повинні заохочувати оптимізм у своїх працівників.

Однак, у той же час, вони повинні генерувати реалістичні прогнози, особливо, коли на кон поставлені великі суми. Тут необхідно знайти баланс між оптимізмом та реалізмом (між цілями та прогнозами). Прогресивні цілі (які однак потребують значних зусиль) можуть мотивувати виконавців та підвищити шанси на успіх, але водночас підприємствами повинні використовуватися зовнішні прогнози (оцінки) для прорахунку ймовірності позитивного результату запланованих дій та уникнення невиправданих зобов’язань [184].

Доповнюючи традиційні схеми прогнозування, які, як правило, обмежуються власними можливостями, досвідом та очікуваннями компанії, за допомогою простого статистичного аналізу аналогічних рішень та зусиль, реалізованих раніше, керівники можуть отримати набагато більш точне уявлення про ймовірний результат виконання проекту. Ця так звана зовнішня точка зору забезпечує інтерпретацію власних амбіцій та очікувань у площину реальності, таким чином інтуїтивно зрозуміла внутрішня точка зору наближається до об’єктивних прогнозів, зменшуючи шанси того, що компанія сліпо кинеться інвестувати гроші та час у збиткові проекти.

У загальному, середня успішність реалізованих проектів у будь-якій галузі менша 100 %, а це означає, що частина менеджерів, які прийняли обґрунтоване (на їхню думку) рішення у результаті власної оцінки майбутньої вигоди, зазнала краху в процесі реалізації своїх проектів. Щодо новоствореного бізнесу, то ймовірність його успішності становить 50 % [98, с. 45]. Однак проведене опитування осіб, які відкривають новий бізнес, свідчить про те, що більшість із

них впевнені, що половина з аналогічних бізнесів зазнає краху, але власний шанс на успіх оцінюють у 90-100 % [138].

Звернемося до статистичних даних щодо ймовірності успішного функціонування новоствореного підприємства, і ці дані вкрай промовисті. Так, відповідно до дослідження Б. Кардомі, протягом 10 р. функціонування 96 % бізнесу закриваються [137], тобто тільки 4 зі 100 підприємств можуть похизуватися десятирічним стажем господарської діяльності у вибраній сфері. К. Спейтс наводить статистичні дані [213], які засвідчують, що протягом 1-го року функціонування закриваються близько 20 % новостворених підприємств, тобто п’ята частина.

Щодо української економіки, то станом на 2018 р. Державна служба статистики України [84] оприлюднила дані щодо демографії українських підприємств у 2013-2016 рр. (у% до їх генеральної сукупності):

2013р.: народжених підприємств – 9,1%, померлих – 6,6%;

2014р.: народжених підприємств – 8,8%, померлих – 12%;

2015р.: народжених підприємств – 7,7 %, померлих – 7,7 %;

2016 р.: народжених підприємств – 10,4 %, померлих – 5,9 %.

Тут варто зауважити, що частина із генеральної сукупності українських підприємств є економічно неактивними, що викривляє дану статистику через збільшення вибірки. Щодо приватних підприємців, то тут статистика менш оптимістична: за 8 місяців 2017 р. більше 253тис. ФОПів припинили свою роботу, а це 13,5 % всіх зареєстрованих ФОПів [18]. Лідером серед областей за показником частки закритих ФОПів виявилася Волинська область, де за цей період закрилося 27% активних ФОПів, тобто кожен четвертий.

Незважаючи на високий відсоток неуспішних підприємств/підприємців, в Україні кожного тижня відкривається в середньому 1333 нових бізнесів [95] (тобто 69316 – за рік), у тому числі щорічно з’являється близько 300-500 стартапів (більш ризиковий бізнес), серед яких «виживають» всього 20-40 [7].

З точки зору економіки загалом показники закриття суб’єктів господарювання та відкриття нових не є деструктивним явищем, а навпаки –

результатом здорової конкуренції, у процесі якої втриматися на плаву можуть тільки ті, співвідношення якість-ціна товару яких максимально задовольняє кінцевого споживача, а менш конкурентоспроможні виходять із ринку. Однак, на мікрорівні, з точки зору окремо взятого підприємства, ці процеси засвідчують неготовність конкретного суб'єкта встояти у конкурентній боротьбі, а це означає, що на стадії планування його діяльності менеджери недооцінили негативний вплив зовнішніх факторів або переоцінили власні здібності щодо можливості подолати зовнішні та внутрішні загрози. Адже відкриття нового бізнесу потребує неабияких зусиль та фінансових вливань, і, здійснюючи такий крок, управління підприємства має бути переконане в кінцевій успішності проекту. Причому згідно з 2015/2016 Global Entrepreneurship Report [170], більше половини підприємств припиняють операційну діяльність через брак прибутку або фінансування, що свідчить про неврахування фінансовим менеджментом всіх ризиків, пов'язаних із майбутньою діяльністю, тобто прогноз щодо його успішності був упереджено оптимістичним.

Як показують існуючі емпіричні дослідження, надмірна самовпевненість менеджерів призводить до швидшого інвестування вільних грошових коштів, ініціювання нових злиттів, запуску нових підприємств й інвестування в усе нові й нові проекти та невиправдано довгого притримування неефективної фінансової тактики/стратегії. У свою чергу, навчання, жорсткі бар'єри у веденні бізнесу та договірні стимули можуть зменшити спотворення фінансових результатів, які виникають унаслідок упередження надмірної оптимістичності, але є недостатніми для їх усунення.

Висновки до розділу 2

1. Поведінка господарюючого суб'єкта визначається середовищем його функціонування, яке формує як перешкоди, так і переваги. В умовах нестабільності сьогодення для українських суб'єктів реального сектору це середовище є достатньо складним через наявність бюрократичного механізму,

численних адміністративних перешкод, гостру політичну нестабільність останніх років. Остання формує найбільші ризики для вітчизняного бізнесу (а не ризики, пов'язані зі змінами ринкової кон'юнктури, конкуренцією, інноваціями, що характерно політично стабільним країнам), і така ситуація є унікальною для України поряд із іншими країнами пострадянського простору.

2. Українській економіці властивий критичний рівень тінізації (особливо на рівні відносин «держава-бізнес» та «бізнес-бізнес»), що свідчить про відсутність інституційних засад ринкових важелів впливу на поведінку менеджерів, яка по суті є відтворювально-деструктивною, оскільки негативно позначається як на доходах держави, так і на її можливості ефективно стимулювати економічний розвиток у країні. І при цьому виявлено, що українським менеджерам властивим є відчуття надмірного оптимізму (а, як показали дослідження, він не є найефективнішою поведінковою схильністю при прийнятті успішних фінансових рішень).

3. Важливим фактором деформації фінансових рішень є вплив інфляції, інтенсивність якої щодо впливу на різні суб'єкти реального сектору є неоднаковою, що залежить від наявності довгострокових контрактів із постачальниками та можливості збільшувати ціну для споживачів. Чим інтенсивніший вплив інфляції – тим більші викривлення у прийнятті фінансових рішень, особливо – щодо капітальних інвестицій.

4. Усі описані економічно-правові елементи української економіки перебувають у взаємозв'язку і знаходяться під впливом інших елементів, при цьому різні суб'єкти реального сектору з різною інтенсивністю реагують на зміну окремих факторів, що визначає індивідуальне для кожного суб'єкта реального сектору економіки України число найвагоміших факторів зовнішнього середовища.

5. Інформатизаційні процеси характеризуються специфічним (суперечливим) впливом на економічні відносини загалом та поведінку суб'єктів реального сектору економіки України зокрема через ускладнення середовища прийняття рішень з двох позицій:

- інформаційні технології породжують додаткові ризики, пов’язані з загрозою хакерських атак і розсекреченням інформації, що міститься на цифрових носіях, а також перетворення на об’єктів інформаційної війни;

- масштаби всієї необхідної для опрацювання інформації інколи бувають разюче великими (це пов’язано з прагненням подолати цифровий розрив). Це призводить до необхідності постійного резюмування, що з часом переходить на рівень автоматизму. Як результат – сформовані оцінки фактично припиняють перевірятися, не перестаючи при цьому бути підґрунтям для прийняття фінансових рішень, що призводить до консервативності у поведінці та прийнятті рішень суб’єктами реального сектору економіки України у результаті когнітивних упереджень.

6. Поведінка українських підприємств у сфері фінансового забезпечення їх діяльності характеризується іррелевантністю до надмірної боргової залежності. Разом з тим, підприємства неохоче випускають цінні папери для обертання їх на фінансових ринках. Фактично, інвестор, котрий придбав акції української компанії на фондовому ринку, їхньою реальною частиною не володіє і його мало хвилюють котирування придбаних паперів. Ці та інші фактори провокують нераціональну поведінку підприємства, найбільше – при формуванні структури капіталу, первинному розміщенні власного капіталу (IPO), викупу акцій, емісії боргових цінних паперів та формуванні дивідендної політики.

7. Протягом усього періоду незалежності України її суб'єкти реального сектору економіки, діючи в умовах невизначеності, продемонстрували такі поведінкові упередження, підкріплені емпіричними даними, як парадокс Еллсберга, ефект неприйняття (уникнення) втрат, парадокс Алле, ефект натовпу, ефект фрейму, ілюзія підтвердження, евристика наявності, евристика якоря, ефект гіперреакції на інформацію, теорія перспектив та ін., з чого можна зробити висновок про відповідність поведінки українських суб’єктів господарювання постулатам біхевіористичних фінансів, основною перевагою яких є орієнтування на реальних людей, які діють під впливом своїх емоцій, поглядів, стереотипів, інстинктів та інших факторів ірраціональності. При цьому набір конкретних

поведінкових упереджень, які властиві суб’єктам реального сектору економіки України, характеризує специфічну національну модель поведінки останніх.

Основні результати дослідження щодо розділу 2 висвітлено у таких працях автора [60; 61; 53; 54; 55; 56; 52].

РОЗДІЛ 3
МОДИФІКАЦІЯ ВПЛИВУ ПОВЕДІНКОВИХ УПЕРЕДЖЕНЬ СУБ'ЄКТІВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

3.1. Концептуалізація прийняття фінансових рішень суб'єктами реального сектору економіки України в межах біхевіоризму

Зміна кон'юнктури українського ринку поряд із іншими макроекономічними та внутрішньофірмовими чинниками (про які йтиметься далі) змушують менеджерів підприємств реального сектору диверсифікувати свою діяльність, щоб забезпечити максимальну гнучкість і стійкість своїх підприємств. Це стимулює їх перетворюватися на багатопрофільні структури, тому сьогодні важко знайти промислове підприємство, яке б не займалося, наприклад, торговельно-посередницькою діяльністю в тому числі.

Такі схильності українських підприємств реального сектору є не завжди раціональними, оскільки вони супроводжуються перетворенням підприємства на закриту структуру. Тобто в ситуаціях, коли існує можливість вибору між опціями: або самостійно виконувати весь ряд операцій, що не пов'язані безпосередньо з основною діяльністю структурного підрозділу чи підприємства загалом, або передати ці функції суб'єкту, для якого ці операції є предметом основної діяльності – в таких ситуаціях найчастіше вибір падає на самостійне оперування обов'язками. Наприклад, майже всі малі підприємства мають у своєму штаті стаціонарного бухгалтера, який працює на повну ставку, або цими обов'язками займається директор/власник (який повинен відволікатися від своїх безпосередніх обов'язків ще й задля того, щоб постійно вдосконалювати свої бухгалтерські вміння та завжди бути ознайомленим щодо всіх змін у вимогах до ведення обліку та відповідного законодавства).

Практика вирішення даного питання в Європі та США показує, що набагато ефективніше працює підприємство, яке передає такі функції зовнішній компанії –

аутсорсеру (на платній основі, звісно), що спеціалізується на даному виді діяльності. Таким чином підприємство-замовник збільшує ефективність власної роботи, максимально зосереджуючи увагу та тому, що в нього виходить найкраще – основний вид діяльності, а питаннями документування та відповідності законодавчим вимогам займаються спеціалісти (у яких це виходить швидше, а отже – економніше, і, крім того, таких спеціалістів не потрібно забезпечувати робочим місцем та оргтехнікою), тому до такого виду співпраці вдаються навіть досить великі закордонні компанії.

Щодо українського бізнесу, то він поки не довіряє таким компаніям: менеджер не готовий приймати позитивного рішення щодо такої форми взаємодії, при якій зовнішня компанія включається в робочі бізнес-процеси підприємства-замовника як цілісний функціональний підрозділ або з причин небажання втрачати самостійність, або побоюючись розкриття конфіденційної інформації, або з причин недостатності уваги з боку конкретного підприємства аутсорсера (який працює з багатьма замовниками одночасно), або вважаючи таку взаємодію затратною. Хоча в Україні вже є компанії, що спеціалізуються на подібних послугах, і розвивати співпрацю в даному напрямку – було б найефективнішим та найраціональнішим, на думку автора, рішенням з точки зору необхідності ведення бухгалтерського обліку та звітності.

Аналогічна проблема організації роботи характерна і для підприємств, які крім основної діяльності займаються транспортними та логістичними рішеннями. Щороку українські підприємства витрачають на логістику від 10 млрд дол. Щонайменше третина цієї суми витрачається нераціонально. В ЄС і США логістичні витрати становлять 12-16 % внутрішнього валового продукту, у Китаї – 26 %, у Японії – 6 %. Місце України у цьому списку приблизно між Китаєм і Європою. Експерти стверджують, що як мінімум половина українських підприємств можуть зменшити логістичні витрати на 10-30 % [9]. А все через те, що при побудові логістики український бізнес працює за схемою 2pl – традиційна логістика (біля 90% виробників) та 1pl – автономна логістика (біля 10 %). Успішна практика західних компаній показує, що аутсорсинг усієї логістики, зокрема управління поставками сировини та відвантаженням продукції (3pl) й

інтегрована логістика (4pl) є способами економії часу та сумарних витрат на утримання власного автопарку, паливно-мастильних матеріалів тощо (тоді як в Україні частка підприємств, які повністю передали функції логістики на аутсорсинг, становить щонайбільше 1 %) [24]. Щодо цього варто відзначити, що західні компанії, діяльності яких характерна рентабельність на рівні менше 10 %, готові витрачати мільйони для того, щоб скоротити логістичні витрати на десяті долі відсотка. В Україні ж рентабельність виробничої діяльності у півтора-два рази вища, але підприємства не ставлять перед собою завдання скорочення логістичних витрат [9]

На думку автора, така поведінка українських підприємств пов’язана із пострадянською схильністю тримати в руках настільки багато контролю, наскільки дозволяє ситуація, оскільки ще в недалекому минулому функції контролю належали державі, тому український менеджмент, що був директивно-практично позбавлений господарської самостійності, тепер ментально тяжіє до абсолютизації влади.

Такі схильності українських менеджерів спричиняють створення сімейно-кланового бізнесу, коли у процесі функціонування підприємств найближчими до менеджерів людьми стають їх близькі родичі чи знайомі, що несе в собі певні загрози (рис. 3.1).

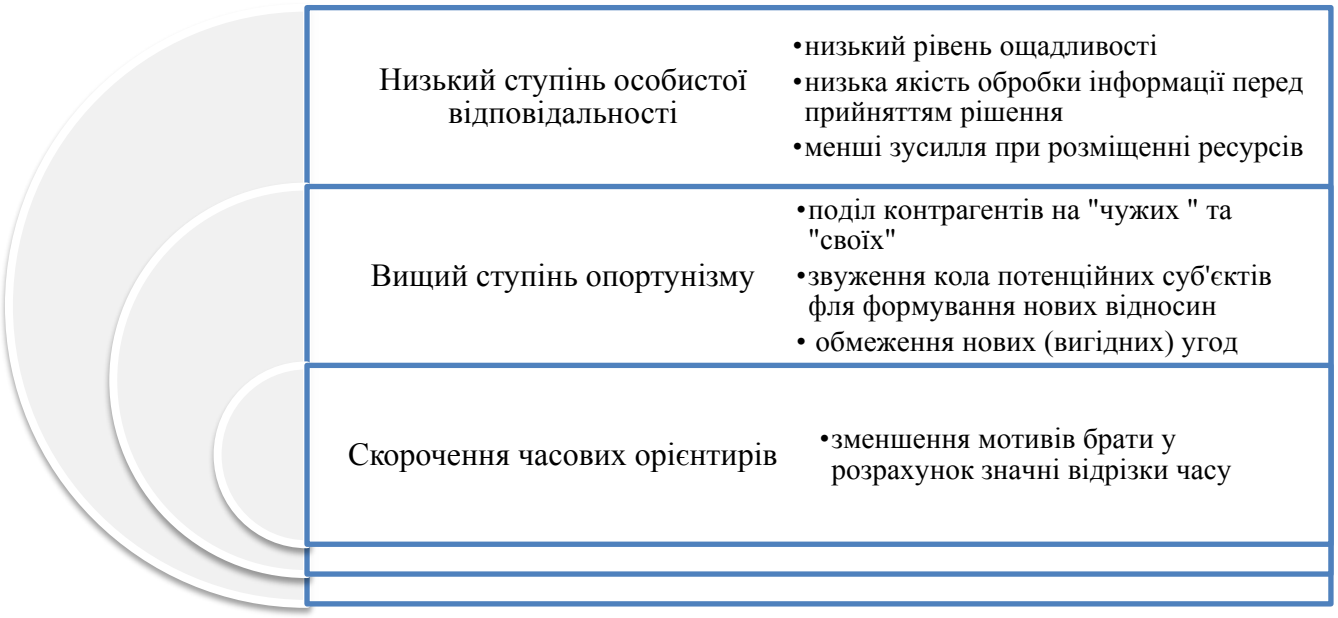


Рис. 3.1. Вплив сімейно-кланового бізнесу на прийняття рішень українськими менеджерами

Джерело: розроблено автором

На думку автора, найвагоміший вплив на прийняття рішень менеджерами сімейно-клановий бізнес здійснює в контексті обмеження відповідальності, що негативно позначається і на ощадливості, і на якості обробки вхідної інформації, і на обсязі докладених зусиль взагалі, і, як результат, – на раціональності прийнятих рішень загалом.

Ускладнюється процес прийняття рішень ще й значною їх диверсифікацією. Так, в умовах переймання підприємством реального сектору на себе обслуговуючих по відношенню до власної основної діяльності функцій менеджер (особливо на невеликому підприємстві) повинен володіти в тому числі знаннями у сфері керівництва торговим процесом, регулювання господарських зв'язків із постачальниками та споживачами, формування оптимального асортименту, інтереси споживачів, застосування активних методів продажу тощо. Тобто менеджери українських підприємств сьогодні мають імплементовувати широкий інструментарій, який далеко виходить за рамки фінансового менеджменту, що позначається на якості останнього, адже можливості ґрунтовного опрацювання вхідних даних щодо прийняття фінансових рішень обмежуються, так само як і їх інтерпретація або у сферу можливостей, або у сферу загроз.

Посилюється дана складність прийняття ефективних управлінських рішень національними особливостями поведінки працівників. Наприклад, за умови наявності вибору між низькооплачуваною роботою із можливістю отримувати додаткові не задекларовані преференції (та, ймовірно, присвоювати частину вигод) та високооплачуваною роботою без такої можливості багато українців обирають першу (що не властиво homo economicus). У результаті цього менеджери часто вдаються до свідомого заниження зарплат, адже в результаті масових крадіжок (за будь-якого рівня оплати праці) ефективність господарської діяльності підприємства знижується та його фінансове становище може погіршитися, хоча в такому випадку втрати контролювати дуже важко.

Найпростіший приклад такої поведінки працівників – крадіжки пального, зерна, металу, споживчих товарів та ін. Офісні працівники, які не мають безпосереднього доступу до створюваного підприємством продукту чи інших

його матеріальних активів, часто вдаються до присвоєння дрібного канцелярського приладдя, що з матеріальної точки зору не є операцією значимої економії чи вигоди. Тобто даючи економічну оцінку таким діям (не беручи до уваги юридичні нюанси), їх важко назвати раціональними, адже на кону репутація чесного громадянина і працівника, хороша рекомендація та навіть можливість продовження трудового договору. Однак такі дії працівників сьогодні стали звичними і практично нікого не дивують. Із позицій концептуалізації параметрів прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України такі дії характеризують ментальні схильності українців, що визначають специфіку моделі прийняття рішень менеджерами.

Нечесна поведінка працівників може проявлятися й у схемах більших масштабів. Так, паралельно до підприємства-працедавця можуть з'являтися компанії-прокладки, через які працівник може робити закупки за завищеними цінами (наприклад, [94]). Як результат – посилюється диференціація доходів, підприємницький сектор несе втрати в перспективах розвитку, а держава – у виконанні соціальної функції [112].

Ще одна складність організації підприємницької діяльності пов'язана зі специфікою прийняття рішень українцями щодо отримання освіти та працевлаштування, адже ці рішення врешті формують основний і, мабуть, найскладніший ресурс господарювання – людську працю. В питаннях вибору освіти раціональна людина ставить за мету можливість якнайкраще розкрити власний талант та заробити якомога більше, тоді як українець більшою мірою на заробітку та престижності спеціальності, що на практиці виглядає як «ефект масової престижності» (або, говорячи категоріальним апаратом біхевіоризму, – «ефект стада»). Так в Україні щороку з'являються численні випускники ЗВО, які в результаті перевищення попиту над пропозицією працевлаштування в обраній сфері та через відсутність внутрішнього зацікавлення у даній конкретній діяльності працевлаштовуються, скажімо, на товарному ринку. Поряд з цим в країні формується дефіцит робітничих професій, і, відповідно, послуги майстрів

по ремонту системи каналізації чи газової колонки виявляються дороговартісними (проте не завжди якісними, але це вже об’єкт іншого дослідження).

Специфічною в Україні також є система відбору кадрів, де на першому місці стоїть не відповідність претендента вимогам за параметрами інтелектуальних можливостей, професійних вмінь та особистісних характеристик, а наявність знайомств: оскільки для суб’єктів реального сектору економіки України вагомим (а інколи і вирішальним) фактором успішності ведення господарської діяльності є наявність «корисних» знайомств, які виникають у результаті ведення напівлегальних відносин «бізнес-бізнес» і «держава-бізнес», то ці суб’єкти зацікавлені в нарощуванні і примножуванні таких знайомств. Звідси і результат – між розумовими і особистісними характеристиками претендента на робоче місце та корисними знайомствами роботодавець усе частіше обирає друге.

Чи є це рішення раціональним? З точки зору ринкових відносин та розвитку економічної системи загалом – таке рішення є однозначно деструктивним, оскільки підсилює некомпетентність працівників. Останні, ймовірно, не зможуть усвідомити свою некомпетентність під впливом ефекту Даннінга-Крюґера (когнітивне упередження, яке полягає в тому, що люди з низькою кваліфікацією роблять помилкові висновки та невдалі рішення, але їхня некомпетентність не дозволяє їм усвідомити це [174]). А це означає, що внутрішніх стимулів для перепрофілювання чи для професійного самовдосконалення у таких працівників не виникне.

З точки зору окремо взятого суб’єкта реального сектору економіки України відповідь на це питання менш очевидна. Недостатньо компетентний працівник – загроза для ефективності господарської діяльності підприємства, але відсутність підтримки з боку впливових знайомих – загроза, на жаль, не менша.

Усі вказані особливості ускладнюють умови, в яких український менеджер приймає рішення щодо управління фінансовими ресурсами підприємств, принципи яких в умовах сьогодення також видозмінюються і включають (особливо у випадку великих підприємств):

- орієнтацію на створення вартості,

- формування трьохрівневої системи планування фінансових потоків (стратегічні, тактичні та оперативні плани),
- зміщення акцентів на користь стратегічних орієнтирів,
- сервісне забезпечення роботи інших структурних підрозділів,
- посилення акценту на ризик-менеджмент та ін.

Щодо малих і середніх підприємств, то вони виконують дуже вагому роль для економіки країни в цілому та володіють багатьма перевагами у моделі національної підприємницької поведінки [47, с. 156]:

- формування середнього класу, який виступає гарантом політичної стабільності,
- згладжування диспропорцій між добробутом різних соціальних верств населення через збільшення пропозицій щодо зайнятості,
- продукування можливостей самореалізації найбільш дієвим та енергійним особистостям,
- стимулювання інноваційних розробок, які життєво необхідні малим та середнім підприємствам в умовах конкуренції,
- підтримка конкурентного середовища,
- підвищення якості взаємозв’язку між різними секторами економіки України.

Корпоративний сектор, у свою чергу, є індикатором економічної та технічної потужності країни, і в силу свого масштабу орієнтується на виробництво масової продукції стабільного асортименту, використовуючи ті переваги зростання виробничих потужностей, що недосяжні для малого бізнесу – орудування спеціалізованим устаткуванням, розподіл праці на окремі вузькоспеціалізовані операції, формування потужних виробничих ліній, залучення великомасштабного фінансування. В умовах інформатизації та віртуалізації корпорації зациклені на формуванні вартості, здійсненні трансферу інформації, можливості впливу на поведінку інших учасників фінансових відносин, трансформації преференцій акціонерів у формат залучення капіталу [29] – тобто в умовах сучасності їх функції набувають новітньої форми.

У силу своїх масштабів та могутності великий бізнес тяжіє до інтеграції, у результаті чого інтереси великого капіталу інтернаціоналізуються і цей капітал стає знаряддям експансії міжнародних бізнесових структур на внутрішньому ринку [47, с. 157], оскільки масштаби економічних можливостей транснаціональних корпорацій випереджають можливості деяких країн. Найважливішою стратегією вітчизняних підприємств у таких умовах є виробництво і реалізація нових знань на глобальних ринках [11]. Адже під впливом глобалізації змінюються традиційні функції держави та їх взаємодія з глобальним капіталом [109].

В умовах глобалізації під впливом втрати орієнтирів у менеджерів формується новий тип мислення, який не просто перебуває під впливом середовища, але й наслідує його, тобто глобальні цінності та орієнтири досягають безповоротного домінування над місцевими, а модель бізнес-поведінки менеджерів національних підприємств уніфікується з глобальною моделлю бізнес-поведінки підприємств за умови наявності мінімальної подібності між ними (рис. 3.2).

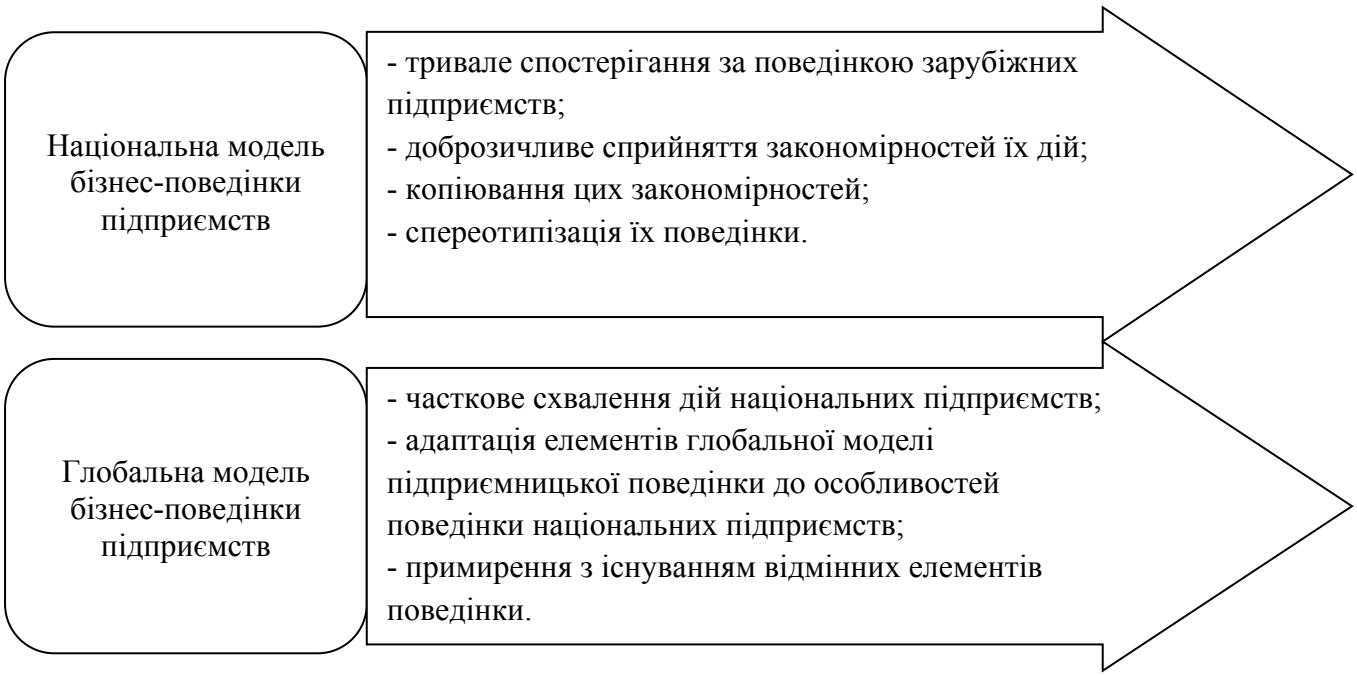


Рис. 3.2. Уніфікація національної моделі бізнес-поведінки підприємств із глобальною

Джерело: візуалізовано автором

У результаті такого синтезу відбувається не тільки уніфікація моделей бізнес-поведінки підприємств, а й синергія економічної поведінки в економіці країн загалом. Згодом підприємства починають проявляти ініціативну зацікавленість у міжнародному бізнесі. Разом з тим, важливо зазначити, що у випадку наявності кардинальних розбіжностей між різними моделями поведінки підприємств результатом первісних форм їх взаємодії може стати несприйняття і цілковите відторгнення. Однак вплив інтернаціоналізації неминучий, і бізнеси різних країн приречені до повторення спроб налагодити економічні зв'язки.

В умовах глобального економічного простору підприємства стикаються з проблемою гіпержорсткої конкуренції, і для завоювання позиції у цьому просторі необхідним є вибір ефективної стратегії – певного виду конкурентної поведінки. Так, завоювати лідируючі позиці можна або за рахунок критерію найменших витрат, або унікальності виробленої продукції, або концентрації уваги на вузьких спеціалізованих сегментах ринку, що пов'язано із вибором успішної стратегії поведінки (рис. 3.3).

Рис. 3.3. Співвідношення між конкурентними перевагами підприємства в умовах глобалізації та лідерськими критеріями поведінки підприємств

Джерело: розроблено автором

Як видно з рис. 3.3, лідируючі позиці на конкурентному глобальному ринку підприємство може завоювати шляхом вибору одного з критеріїв: помірно-оптимізаційна, експериментальна або агресивно-сегментована поведінка, що відповідають конкурентним перевагам підприємств.

Однак, у випадку глобального економічного простору вибір оптимальної схеми поведінки ще не є однозначною запорукою успіху, адже глобальному простору властиві закони/закономірності, які не працюють (або працюють неявно) на національних ринках. Наприклад, вибір експериментальної схеми поведінки має унікальну перевагу для майбутньої фінансової віддачі роботи підприємств – спростування закону спадної прибутковості (для отримання кожної наступної одиниці ефективності потрібно більше одиниць витрат) «ефектом зворотної петлі» – при нарощуванні виробництва високотехнічної продукції виробничі витрати скорочуються, а прибуток, відповідно, зростає. З іншого боку, на глобальному ринку інформації (яка в постіндустріальному суспільстві є одним із основних товарів) закон попиту і пропозиції не спрацьовує, тобто точки рівноваги між виробництвом і споживанням не існує, адже цінність і вартість знання не має чіткого зв’язку із вартістю докладеної до його створення праці.

У контексті глобалізаційних процесів геополітичне розташування України уже здійснило значний вплив на формування національних стереотипів поведінки та прийняття рішень, оскільки Україна знаходиться на стику західної та східної цивілізацій, перша з яких, за висловлювання В. Ключевського [38], «спрямовувала відважний розум людський на вивчення наявного, спостереження світу», на народження мислителів і ділків, тоді як друга «штовхала полохливу людську совість до споглядального культу замогильного життя». Тобто очевидно, на думку автора, що національна модель прийняття рішень не могла формуватися чітко відокремлено від зовнішнього світу навіть раніше (у тому числі в часи підпорядкування політиці СССР: стимулювання відстороненості економічного та суспільного життя). В умовах сучасної гіпермобільності цей інтеграційний вплив набуває ознак надзвичайної потужності та всепроникненості. І тому необхідною передумовою адекватного сприйняття сучасних економічних тенденцій є

трансформація соціокультурної і економічної свідомості, які б несли у собі ознаки відкритості новому та гнучкість.

Українському менеджментові властиве бажання відкриватися новому, однак мотиви такої поведінки – специфічні: бажання отримати вищий статус і потрапити в коло «гідних» людей, а механізмом отримання бажаного є економічний успіх, заради якого вони йдуть на значні ризики, оскільки той, хто не виграв, програє все: і гроші, і владу, і статус.

Таким чином, в українському середовищі склалося особливе ставлення до інновацій, характерне винятково слов’янам:

- суспільство підтримує високий статус творчих людей та з повагою ставиться до їх творінь, але тільки у тому випадку, коли їх інтереси відповідають інтересам суспільства,
- суспільство сприймає нововведення неоднозначно, оскільки апріорі неможливою є тотальна єдність думок, а також через те, що це суспільство не може одразу оцінити корисний ефект нового продукту. В цьому проявляється тяжіння до консерватизму.

Неоднозначною є і визначення характерних ознак сучасного українського бізнесмена. З одного боку – це «самостійний індивідуаліст», котрий володіє певними позитивними та негативними рисами (пов’язано із славетним козацьким минулим). З іншого боку – він потребує підтримки та допомоги і відчуває себе невід’ємним елементом громади (що пов’язано із кріпосним минулим). Тобто бізнес-управлінці уособлюють у собі автентичне поєднання діаметрально протилежних характеристик бунтарської неприборканості та незалежності з філософією відстороненого проживання. Таке поєднання сприяло формуванню специфічних установок, властивих українцям:

- поєднання духовного зв'язку з найближчим середовищем із його недооцінкою,
- перевага екзистенційного індивідуалізму над колективізмом,
- превалювання відчуттів над розумом, а емоційного – над раціональним,
- схильність за певних обставин ставати жертвою (віктимність),

- превалювання феномену заздрості,
- спрямованість аналітичного мислення у русло критики,
- обмеження соціальної активності через віру в соціальний фаталізм,
- поєднання активного індивідуального єства із пасивним відстороненим,
- терпимість до зовнішніх чинників,
- спрямованість свідомості на проблемах власного внутрішнього світу,
- обмеженість кола порівняння.

Ці установки формують модель прийняття рішень українськими менеджерами підприємств, яку, на думку автора, найкраще розглядати крізь призму основних критеріїв підприємництва: схильність до ризику, відносини власності, формування доходу та функції менеджменту.

Щодо першого з критеріїв, то за роки незалежності в Україні сформувалися дещо нераціональні параметри сприйняття ризику і схильності до нього. Так, щодо ризику втрати капіталу, то тут фінансові рішення приймаються достатньо виважено. Однак коли рішення потрібно прийняти на основі двох доступних (абстраговано) варіантів: доцільність або законність – вибір зазвичай падає на перший пункт, що пов’язано із закоренілими з 90-тих рр. тенденціями до незаконних фінансових маніпуляцій, у результаті чого тіньовий сектор, як уже зазначалося, набув відтворювального характеру.

Тобто за даним критерієм поведінка українських підприємств оцінюється як частково негативна і нераціональна, адже вона не сприяє ні прогресивному економічному розвитку, ні формуванню ціннісно-орієнтованих відносин.

Щодо відносин власності на українському ринку, то їх специфічними ознаками є [47, с. 176-177]:

- надмірно рухливий характер, що пов’язано з затягнутим перехідним періодом і проявляється у частому переході власності на бізнес. Причиною таких дій є деформація відносин власності, тобто коли основними мотивами її утримувачів є не ефективне використання її об’єкта (що характерно для нормально функціонуючого ринку), а скоріше інші інтереси, наприклад,

превентивні дії щодо захисту від банкрутства, зацікавлення висококваліфікованих кадрів, перепрофілювання та ін.,

- формування нових відносин і форм власності значною мірою супроводжується утримуванням господарської, інституційної та правової діяльності в рамках визначеної раніше політики,

- безпосередні права власності є не специфікованими, але поряд із протікаючими принциповими якісними змінами у відносинах власності це спричинює більший вплив неекономічних факторів на динаміку власності і типовість розриву між її формами та змістом.

Щодо доходу, то до визначення його ролі у функціонуванні комерційних суб'єктів економіки є два принципово різних підходи. Перший – індустріальний – розглядає дохід як основну мету підприємницької діяльності, тобто ціль отримання позитивного фінансового результату превалює над механізмами її досягнення. Другий – постіндустріальний – підхід ґрунтується на превалюванні другорядності отримання прибутку, який слугує тільки як визначник міри досягнення основних цілей – забезпечення стабільного розвитку, схвалення з боку суспільства, самоствердження і т. д.

Українські підприємства є типовими представниками першого – індустріального – підходу, тобто вони зациклені на отриманні доходу (причому в основному – короткострокового), в результаті чого ці підприємства більшою мірою створюють матеріальні блага (на противагу постіндустріальній економіці, де превалює створення ефективних технологій). Така позиція свідчить про «відставання» бізнес-культури українських менеджерів від тенденцій видозміни її у розвинених країнах.

Щодо останнього з розглянутих критеріїв підприємництва – функції менеджменту, то ці функції так само в певній мірі відображають бізнес-культуру (а точніше, її управлінську складову). Так, позиціонування сучасного українського менеджера як лідера підлеглого типу є логічним наслідком вибудуваного за роки СССР адміністративно-командного механізму управління, коли над управлінцями підприємств був головний менеджер – держава, яка

диктувала безапеляційні завдання. Тому по настанні фактичної незалежності підприємств виявилося, що, на відміну від homo economicus, реальні люди, навіть пропрацювавши якийсь час найманими працівниками та накопичивши певні заощадження та отримавши конкурентні знання та вміння, далеко не завжди готові починати власну справу. Усвідомлюючи ймовірну прибутковість і потенційну можливість розвиватися, вони, проте, віддають перевагу залишатися в тіні свого працедавця, оскільки грати в гру, правила якої ніхто вже чітко не диктує, видається занадто ризиковим. Крім того, в українських реаліях відкриття власної справи потребує не лише професійних знань, а й контактів із силовиками, вміння протистояти податківцям, загладжувати конфлікти з чиновниками та ін., що і відштовхує потенційних засновників бізнесу.

Крім того, по настанні фактичної незалежності підприємств їх менеджери виявилися неготовими до нових умов господарювання. Одна з гіпотетичних причин цього – низька культура поведінки менеджерів, що склалася як результат відсутності сталих управлінських традицій. На практиці це виглядає простіше – менеджер сам вибудовує свою тактику та стратегію, оперуючись особистим досвідом більше, ніж усталеними теоретичними надбаннями. А, як уже згадувалося, приватне життя скрізь і всюди супроводжується нераціональними рішеннями в силу як інформаційної обмеженості, так і неможливості уникнення особистісної суб’єктивної інтерпретації ситуації через емоційну (афективну) складову суб’єкта прийняття рішення.

Такі недоліки пострадянського управління позначилися на формуванні структури управління підприємствами. Сьогодні більшість із них відтворюють стару ієрархічну культуру управління, якій характерні сильні зв’язки в колективі, а також наявність численних вказівок щодо поведінки, що сприяють утворенню чіткої організаційної структури з відокремленими лініями комунікацій. Як відомо, розвинені країни тримають курс на демократизацію взаємодії менеджер-працівник, оскільки в основі такої взаємодії – конструктивні та продуктивні ідеї та рішення.

Україна сьогодні тільки знаходиться на стадії усвідомлення корисності та результативності такої моделі взаємовідносин, однак про її масове впровадження вітчизняними менеджерами говорити рано. У цьому і полягає обмеженість управлінської бізнес-культури українських підприємств, яка тягне за собою певні негативні наслідки: строгі управлінські структури менш гнучкі в прийнятті рішень, що є небезпечним в умовах необхідності оперативного реагування на зміни середовища, особливо в кризових ситуаціях.

Крім того, наслідком функціонування такого типу управління є переважання наступних форм співпраці:

- адаптивна – численні розпорядження викликають у персоналу зі слабкими груповими зв'язками схильності до фаталізму, що відзначається на якості виконуваних операцій,

- ролева – будь-які прояви індивідуалізму відсутні через існування строгої структури діяльності, уникнення агресивності та ризикованості.

З точки зору виконуваних менеджментом функцій важливо зауважити, що саме висококласний менеджер є визначальним фактором успішності будь-якого бізнесу, оскільки в умовах заміщення індустріального суспільства постіндустріальним (інформаційним) підприємства потенційно ділять своїх працівників на дві категорії:

- цінні своїми інтелектуальними здібностями працівники, котрі в умовах кризи вміють стабілізувати ситуацію,

- інші працівники.

Інші працівники в цьому плані розглядаються як баласт, який необхідно скинути за певних обставин для покращення фінансового становища (наприклад, під час кризових 2008 та 2014 рр. українські підприємства звільняли працівників десятками тисяч, однак залишали ініціативних ефективних працівників) [195]. Оскільки постіндустріальна епоха характеризується надшвидкими змінами в економічних процесах, то країни, які нещодавно відчували на собі періодичні кризи, не в змозі пристосуватися до таких динамічних трансформацій. Тому для них характер кризових явищ стає хронічним, і, як результат, тенденція звільнень

продовжується, а в умовах інформаційного суспільства – з'являється додаткова конкуренція між працівниками і роботами, які вже виконують достатньо значимі операції для технологічно-розвинених підприємств (рис. 3.4).

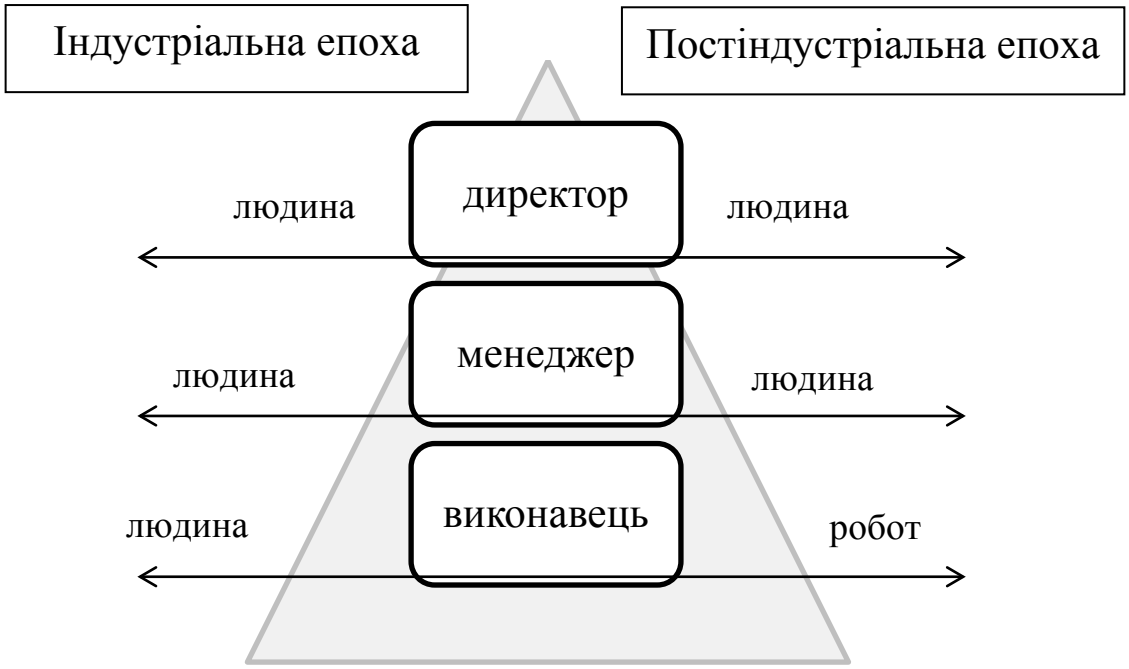


Рис. 3.4. Еволюція співробітників підприємства в постіндустріальну епоху

Джерело: [195]

Така ситуація може в майбутньому загрожувати заміною роботами і менеджерів, тому для боротьби із проблемами звільнення та заміщення необхідною передумовою є саморозвиток та нарощування професійних навиків, а обов'язковими серед таких навиків менеджерів є вміння домовлятися та ефективне управління фінансовими ресурсами, в чому машини поки що не складають конуренції.

І в цьому контексті підприємства повинні робити намагання трансформувати власну бізнес-свідомість таким чином, щоб вона базувалася на управлінні інтелектуальними активами (knowledge management) більше, ніж матеріальними. Концепція бізнес-свідомості розглядається автором як базовий інструмент і першоджерело прийняття фінансових рішень менеджерами, оскільки вона включає певну сукупність ментальних особливостей і схильностей менеджерів у площині ведення бізнесу, і ці особливості та схильності визначають механізм прийняття рішень, а тому – впливають і на самі рішення.

Виходячи з вищенаведеного, доцільно формалізувати закономірності співвідношення елементів бізнес-свідомості українських менеджерів для оцінки ступеня її розвитку та зрілості. Так, на думку автора, основними її елементами є критерії виживання, відтворення та розвитку, які для отримання найближчих до реальності математичних результатів повинні адекватно відображати ментальні та психологічні особливості агентів прийняття рішення так само, як і специфіку організації виробничого процесу загалом.

У функціональному аналізі ці критерії набувають значень залежних невизначених x, де x_1 – критерій виживання, x_2, – критерій відтворення, та x_3 – критерій розвитку. При цьому функціонал даних критеріїв повинен враховувати поправочні коефіцієнти a, сформовані таким чином, щоб критерій розвитку набував найбільшої вагомості, а критерій виживання – найменшої (щоб надати більшої вагомості інтелектуально та інноваційно орієнтованому механізму прийняття рішень). Для даного аналізу автор застосовує коефіцієнти до одиниці включно за принципом їх арифметичного приросту, тобто поправочний коефіцієнт критерію виживання a_1 набуває значення 0,5, критерію відтворення a_2 – значення 0,75 та критерію розвитку a_3 – значення 1. За таких умов функціонал бізнес-свідомості f(БС) набуває формального відображення у такій закономірності:

$$f(\text{БС}) = \sum_{i=1}^{n} a_i x_i \tag{3.1}$$

де x_i – критерій бізнес-свідомості,

a_i – поправочний коефіцієнт,

n – порядковий номер критерію $\{1, 2, 3\}$.

У даному випадку таких критеріїв є 3, тобто розширене формалізоване відображення бізнес-свідомості набуває наступного вигляду:

$$f(\text{БС}) = a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 \tag{3.2}$$

Підставивши у дану формулу значення поправочних коефіцієнтів до кожного з критеріїв отримаємо:

$$f(\text{БС}) = 0{,}5x_1 + 0{,}75x_2 + x_3 \tag{3.3}$$

Щодо критеріїв бізнес-свідомості, то вони включають наступні елементи:

$$\text{виживання} = \begin{cases} \text{гроші}, \\ \text{дані}, \\ \text{персонал} \end{cases}$$

$$\text{відтворення} = \begin{cases} \text{бізнес} - \text{активи}, \\ \text{кометенції}, \\ \text{інформація} \end{cases}$$

$$\text{розвиток} = \begin{cases} \text{капітал}, \\ \text{інтелект}, \\ \text{знання} \end{cases}$$

Для присвоєння кожному з наведених елементів критеріїв бізнес-свідомості числового значення варто побудувати матрицю їх експертних оцінок за п’ятибальною шкалою, яка, на думку автора, відображає рівень інтелектуальноорієнтованого та направленого на перманентний розвиток механізму прийняття рішень суб'єктами реального сектору української економіки (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Матриця експертних оцінок елементів критеріїв бізнес-свідомості суб'єктів реального сектору економіки України

	1	2	3	4	5
Гроші			x		
Дані		x			
Персонал				x	
Бізнес-активи			x		
Компетенції			x		
Інформація				x	
Капітал			x		
Інтелект					x
Знання			x		

Джерело: підсумовано автором на основі аналітичних даних з ІІ розділу, наведених у роботі та власних експертних оцінок

Так, елементам критерію виживання присвоєні найменші оцінки (в основному через обмеженітсь у фінансових ресурсах підприємств та недостатній аналіз даних щодо політики конкурентів та смаків споживачів), елементам критерію відтворення – більші (через вищу оцінку намагань менеджерів оперувати відповідною інформацією, необхідною для прийняття успішних фінансових рішень), а елеметам критерію розвитку – найбільші (в основному за рахунок значного інтелектуального потенціалу, хоча механізми його використання у вигляді нових знань оцінені нижче і вимагають доопрацювання). І така ситуація є вкрає неординарною (що позначається на раціональності прийнятих рішень), оскільки, за оцінкою автора, український реальний сектор більшою мірою схильний до розвитку і цілковитого преходу в постіндустріальну (інформаційну) епоху, однак він стикається з базовими життєвоважливими проблемами, які ставлять під загрозу функціонування підприємства як такого, що безперечно позначається на його пріорітетах.

Для отримання формалізованого показника бізнес-свідомості реального сектору України з даних табл. 3.1 варто обчислити середні показники по кожному з критеріїв, надавши їм коефіцієнтного вигляду, та просумувати, зваживши їх на поправочні коефіцієнти:

$$f\left(\text{БС}_{\text{рсу}}\right) = 0{,}5\left(\frac{3+2+4}{3} \div 5\right) + 0{,}75\left(\frac{3+3+4}{3} \div 5\right) + \left(\frac{3+5+3}{3} \div 5\right) \qquad (3.4)$$

або

$$f\left(\text{БС}_{\text{рсу}}\right) = 1{,}525 \qquad (3.5)$$

Отже, за наведеними підрахунками формалізований показник бізнес-свідомості підприємств реального сектору України становить 1,525 тоді як за такого підходу до обчислення максимально можливим значенням цього показника є 2,25. Тобто механізм прийняття фінансових рішень менеджерами реального сектору оцінюється як орієнтований на розвиток та інтелектуалізацію на 67% від максимально можливого.

Такий результат є недостатньо високим з точки зору посилення глобальної конкуренції з її інноваційно-технологічною спрямованістю і динамічністю (тому говорити про зрілість бізнес-свідомості українських менеджерів не приходиться,

для цього отриманий показник повинен становити, на думку автора, понад 85% від максимально можливого – такий показник є межовим між статусом недостатнього розвитку бізнес-свідомості та її зрілості).

Тому український бізнес потребує додаткових зусиль як з боку держави (в контексті законодавчої визначеності, прозорості політики та заохочення стратегічно орієнтованих рішень менеджерів), так і з боку самих підприємств, які повинні дещо змінити підходи до виділення пріорітетів у організації бізнесу та господарського управління на користь використання людського потенціалу задля створення новітніх технологій та продуктів, адже бізнес-свідомість перебуває у нерозривному взаємозв'язку (і є багато в чому дотичною) із формуванням інноваціної свідомості, високий прикладний характер якої вже сьогодні забезпечує підприємства найефективнішими конкурентними перевагами. Але українському реальному сектору в цьому поки що заважають деякі консервативні схильності, він більшою мірою позитивно сприймає тільки ті нововведення, які не суперечать його усталеним життєвим принципам і принципам професійного спіху.

Помічним у даному випадку може стати запровадження українськими підприємствами практики стратегічного позабюджетного управління (beyond budgeting) – тобто такого управління, яке в основі має безперервне удосконалення та покращення і яке орієнтується на отримання результату, а не відповідність планованим показникам річної давниин [69, с. 42]. Тобто орієнтирами успішного вектору руху підприємства є не відповідність абсолютним плановим показникам, а індикатори відносної їх зміни. А механізм координації між окремими структурними підрозділами підприємства реалізується через взаємне узгодження, тобто формування прототипу ринкових відносин усередині підприємства, що (у разі ефективної їх імплементації та відмінного виконання менеджером ролі посередника) може дати додатковий синергетичний ефект від здійснюваних зусиль.

Це означає, що реалізація такого підходу може стимулювати українські підприємства шукати нестандартні шляхи вирішення проблем та досягнення цілей.

Виходячи із того, що український менеджер втомився від надміру задекларованих правил поведінки, – така стратегія розвитку підприємства могла б дати йому можливість вивільними в собі автономну та ініціативну персону, якою він частково і є, однак така активність стримується іншою стороною особистості українського бізнесмена – бажанням не виділятися із натовпу.

Повертаючись до моделі прийняття рішення українськими менеджерами реального сектору економіки, зауважимо, що вона формувалася протягом багатовікової історії поряд із побутовими традиціями, звичками і є результатом нашарувань різних епох та обставин. Так, наприклад, базовий кодекс українського підприємця сформувався ще у дореволюційний період [47, с. 167] як декларування поваги влади, чесності і правдивості (які є запорукою здорового прибутку), вірності даному слову, поваги до об’єктів приватної власності, «розмаху» прийнятих рішень відповідно до матеріального становища.

Поряд з цим важливо назвати риси, що сформувалися недостатньо явно (хоча для успішності бізнесу повинні бути домінантними): діяльність строго в межах закону (що сьогодні спричинило тіньові тенденції в економіці країни, які є одночасно і причиною, і наслідком нераціональної поведінки підприємств у контексті заплямовування власної ринкової репутації), захист доступу до конфіденційної інформації (наприклад, британські підприємства готові платити зовнішнім еккаунтинговим компаніям тисячі фунтів на рік за їх зусилля з приховування зарплатних даних від працівників, у результаті чого – останні не мають бази для порівняння і користуються тільки абсолютними даними щодо власної зарплати, а тому не мають приводів для зайвого невдоволення своїм положенням на підприємстві та економічної ситуації в країні загалом, що є дуже нагальною проблемою для працівників українських підприємств і позначається на їх відданості роботі), уникнення конфліктів (бажання зберегти добре чесне ім’я).

Тобто у процесі формування ментальних характеристик українського менеджера більшої вагомості для нього набули морально-етичні норми, ніж професійні, що знайшло відображення у філософії кордоцентризму (прийняття рішень більше серцем, ніж головою), яка є ключовою позицією нераціонального мислення. Інші прояви нераціональних рішень систематизовані та підсумовані в моделі прийняття рішень суб'єктами реального сектору економіки України в умовах невизначеності (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Модель прийняття рішень
суб'єктами реального сектору економіки України

Параметр	**Позитивні ознаки**	**Негативні ознаки**	**Поведінкові упередження**
Відкриття нововго бізнесу	Українські бізнесмени є оптимістами попри негативну статистику щодо закриття нових бізнесів	Надмірний оптимізм приводить до надмірної самовпевненості та ризикованості	Ілюзія контролю – упередження менеджерів, пов’язане з відчуттям фіктивного контролю над усіма процесами
		Мета – отримання доходу (що характерно індустріальному підходу, а тому характеризує відсталі механізми управління)	Кордоцентризм - прийняття рішень більшою мірою на емоційному, чуттєвому рівні, ніж на раціональному -
Операції з капіталами	Обережне виважене вкладання ресурсів (більшою мірою)	Недооцінка людського капіталу	Ефект володіння – об’єкти, що належать особі, здаються їй більш цінними, ніж аналогічні об’єкти, що їй не належать
	Прийняття рішення виходячи з наявного фінансового становища	Низький рівень ощадливості при прийнятті рішення не щодо власного капіталу (а капіталу підприємства)	
		Підтримка відтворення тіньових схем	Інерційне наслідування тенденцій «лихих 90-тих»
		Частий перехід власності через превалювання особистих мотивів	
Залучення додаткових ресурсів		Рішення щодо залучення додаткових ресурсів приймається навіть тоді, коли є можливість вдатися до оптимізації витрат	Внутрішні мотиви стимулюють підприємства до випуску акцій тоді, коли нагальної потреби в цьому нема

Продовження табл. 3.2

Схильність до ризику	Готовність здійснювати вкладенння коштів у нові проекти, особливо коли на кону – підвищення власного статусу в суспільстві	Перевага віддається безризиковим проектам (наприклад, державні пенсійні фонди у порівнянні з недержавними)	Ефект визначеності – краще отримати менший дохід, але так, щоб точно отримати хоч щось
		Віра у власну віктимність та постійний пошук і знаходження підтверджень цьому	Ілюзія значущості – звертання уваги саме на ту інформацію, яка підтверджує раніше сформовану думку щодо об’єкта
			Евристика доступності – перевага віддається тому рішенню, зразки якого найлегше спливають у пам’яті
Інноваційність	Підтримка інновацій, «зрозумілих» і майже звичних для суспільства	Обережне ставлення (і часто несприйняття) інновацій, які суперечасть усталеним законам життя і господарської діяльності	Ефект консерватизму – уповільнена зміна своїх переконань щодо певного обєкта під впливом нової інформації
Дієвість	Прагнення незалежності в діях (особливо у формі відстоювання своїх прав перед політичними силами)	Обмежене оголошення власних ініціатив, якщо ці ініціативи не є безпосереніми службовими обов’язками	Ефект натовпу – небажання виділятися серед інших і наслідування їх поведінки
		Клановий бізнес – фактор зменшення дієвості через зменшення особистої відповідальності	
	Превалювання екзистенційного індивідуалізму над колективізмом	Майже відсутня соціальна ініціативність	
		Стійка віра у необхідність опіки з боку держави	
Гнучкість у прийнятті рішень	Диверсифікація діяльності	Зміна вектору руху підприємства вимагає додаткового часу	Ефект якоря – при появі нової інформації рішення приймається не на її основі, а на основі заздалегідь сформованої думки/стратегії
		Центроорієнтована організаційна структура не сприяє гнучкості	
		Відсутні ознаки демократичних відносин менеджер-працівник	
			Ефект капкану – навіть після погіршення перспектив віра у проект і у вкладені ресурси зберігається

Продовження табл. 3.2

Інформація	Намагання оримувати повну інформацію	Перевантаженість обов'язків менеджера не пов'язаними із фінансовими рішеннями завданнями	Ефект надреакції – надмірна реакція на нову інформацію, незалежно від того, позитивна вона чи негативна
		Схильність до фаталізму	
		Переоцінка нещодавніх тенденцій	Ефект нещодавніх подій – переоцінка повторення нещодавніх тенденцій та недооцінка – давніх
		Оцінка даних щодо результатів діяльності і ситуації загалом більшою мірою критичною, ніж продуктивною	
Інтеграція	Схильність до інтернаціоналізації бізнесу у випадку, коли наявний успішний досвід таких рішень	Закритість бізнесу, небажання «пускати чужих»	Комплекс влади – схильність тримати всю владу тільки в своїх руках
		Опортунізм як наслідок кланового бізнесу	

Джерело: складено автором

Запропонована автором модель демонструює позитивні та негативні характеристики у прийнятті рішень суб'єктами українського реального сектору, а також підкреслює наявність поведінкових упереджень по кожному з параметрів прийняття рішень. З наведених даних можна зробити висновок, що поведінка українських суб'єктів реального сектору є значною мірою нераціональною. Виділивши ці характеристики моделі поведінки українських суб'єктів, автор припускає, що при прийнятті фінансових рішень менеджери або користуються внутрішніми зразками поведінки (звичками), або вибирають зовнішні зразки для наслідування. Причому вибраний шаблон є таким, що в минулому забезпечував найкращий результат серед типових ситуацій. Такий механізм є дієвим з точки зору економії зусиль на аналізі всіх вхідних даних, однак з точки зору біхевіоризму – нераціональний, оскільки існують зразки поведінки, які заважають максимізувати функцію корисності. Д. Аріелі такі ситуації пояснював наступним чином: відносне сприйняття завжди превалює над абсолютним сприйняттям, тому що агенту прийняття рішення необхідно порівняти свій вибір (або ситуацію) із

більш-менш аналогічним для прийняття найраціональнішого (на його думку) рішення.

Щодо української моделі прийняття рішень менеджерами реального сектору, то серед пріоритетних напрямків удосконалення їх бізнес-свідомості повинно бути, на думку автора, формування національної ділової культури, яка включатиме:

- впевненість у корисному ефекті від власної справи і для себе, і для суспільства,
- бажання реалізувати власні здібності,
- підтримка чесних взаємовідносин та віра у них, дотримання законодавчих вимог,
- повага до особистості,власності, влади, політичного устрою,
- визнання цінностей освіти та науки, культури, інновацій,
- пропагування найкращих зразків господарської діяльності та ін.

Такі елементи національної ділової культури зможуть, на думку автора, забезпечити сприятливі поступи у механізмі прийняття рішень суб’єктами реального сектору економіки України в межах біхевіоризму.

3.2. Модифікація впливу поведінкових упереджень: прикладне застосування набутків біхевіористичних фінансів з урахуванням зарубіжного досвіду

Поведінкові фінанси, як уже зазначалося, – це не нова галузь дослідження для закордонних науковців, однак цей науковий напрям не отримував офіційного схвалення від економічних та інвестиційних спільнот до 2002 р., коли Д. Канеман та В. Сміт отримали Премію імені А. Нобеля за працю в галузі поведінкової економіки. Вказана дата стала відправною точкою інтенсифікації наукових пошуків у сфері біхевіоризму та, що важливіше, його прикладної складової (оскільки, як зазначалося, людський розум, по суті, запрограмований на пошук

знайомих шаблонів спостережуваних подій та розміщення цих образів у контексті, що базується на нещодавньому досвіді, і тому в деяких ситуаціях нераціональні рішення агентів є цілком передбачувані). Адже недостатньо просто знати про упередження під час прийняття фінансових рішень (хоча гіпотези «знання – це сила» або «поінформований – значить озброєний» ніхто не відміняв, і оволодіння поведінковою фінансовою грамотністю саме по собі є ключовим і класичним елементом модифікації впливу таких упереджень: ще Д. Канеман у своїй найвідомішій праці [165] писав, що «успіх інвестицій у довгостроковій перспективі вимагає удачі та спеціалізованих навичок. Збалансоване, самосвідоме мислення може сприяти цьому. Як мінімум, це допоможе уникнути власних помилок»), якщо є інструменти, що дозволяють використовувати набутки біхевіористичних досліджень у власних інвестиційних (і не тільки) стратегіях, оскільки довгострокові інвестиційні стратегії повинні обов’язково включати механізми протидії поведінковим упередженням, що призводять до нераціональності.

Щодо мінімізації негативного впливу поведінкових упереджень, то М. Фрідман [147] одного разу зауважив: «Єдиним, хто може по-справжньому переконати вас, є Ви самі. Усі питання повинні інтерпретуватися розумом, розглядаючи численні аргументи і даючи їм кип'ятитися, а отримане після тривалого часу переконання і є Вашою перевагою». Застосування поведінкових фінансів може бути частиною такого процесу, як описано в Додатку Д.

Іншим (популярним сьогодні) напрямом практичного застосування біхевіоризму є використання знань щодо поведінкових упереджень інших учасників фінансових відносин для укріплення власної фінансової позиції. Другий напрям виглядає не зовсім гуманним, однак, на думку автора, економічний суб’єкт, який витратив зусилля (та, найімовірніше, фінансові ресурси) для оволодіння додатковими знаннями про закони, які превалюють на фінансових ринках, може і зобов’язаний використовувати ці конкурентні переваги для досягнення власних цілей (мова не йде про шахрайські операції, а виключно про законні механізми управління фінансовими активами через призму модифікації

поведінкових упереджень). Крім того, такий підхід не забороняє іншим учасникам фінансових відносин зосереджуватися на саморозвитку задля мінімізації власних упереджень у прийнятті фінансових рішень.

Є й інші мотиви використання набутків біхевіористичних фінансів: вплив на поведінку працівників підприємства задля покращення їх благополуччя або вплив на поведінку населення країни загалом для досягнення різного роду соціальних та економічних цілей, однак в межах даного дослідження автор розглядає ті з яскравих прикладів застосування біхевіористичних знань, які більшою чи меншою мірою стосуються прийняття фінансових рішень підприємствами.

У Сполучених Штатах Америки вже є значна кількість комерційних структур, що спеціалізуються на дослідженні психології поведінки суб'єктів на фондових ринках. Так, зростаюча популярність поведінкових фінансів призвела до збільшення кількості інвестиційних фондів, які використовують принципи поведінкових фінансів, наприклад, фонд Fuller&Thaler Asset Management, слоганом якого є: «Інвестори роблять помилки. Ми їх шукаємо» [152]. Фонд спеціалізується на виявленні цінних паперів, які недооцінені через реакцію ринку (що пов'язано з психологічними упередженнями інвесторів), але в майбутньому мають потенціал для зростання. Фокус тут зосереджений на підприємствах у зрілих галузях промисловості або тих, що мають фінансові труднощі. При оцінці становища підприємств використовується трьохетапний процес. По-перше, аналогічно до стандартних інвестиційних фондів, використовуються кількісні методи. По-друге, визначається, тимчасово чи постійно зростає/спадає дохід підприємства. По-третє, якщо підприємства отримують неочікуваний прибуток – використовується поведінковий аналіз щоб побачити, як ринок «недореагує». Оскільки підприємства мають історичні фінансові труднощі або знаходяться у зрілому виробництві, ринок страждає від закріплення упереджень або надмірної впевненості, що прибутки є випадковими.

Ще одним із поведінкових інструментів управління інвестиційними активами, який при процесі капіталізації враховує факт ірраціональності інвестора, є аналіз ринкових настроїв. Замість кількісних методів оцінки ринку

компанії на кшталт MarketPysch і Lexalytics Mine використовують новини та соціальні медіа для аналізу тенденцій на ринку. Менеджери фондів можуть потім використовувати цю інформацію для визначення позиції ринку щодо певних підприємств і виявлення збиткових активів. В основі цього підходу добре відомий поведінковим фінансистам цикл ринкових емоцій: оскільки ринкові ціни ростуть, типовий інвестор відчуває оптимізм. Якщо ціни продовжують зростати, то почуття оптимізму прогресує до хвилювання та ейфорії. Заднім числом зрозуміло, що ейфорія є точкою максимального ризику для інвестора. Якщо ціни знижуються з їх піку, ейфорія перетворюється на тривогу, а згодом емоційний стан інвестора погіршується: тривога переростає у страх, паніку та капітуляцію (зрозуміло, що капітуляція в циклі є точкою максимальної фінансової можливості, оскільки потім цикл починається заново) [144]. Така теоретична поведінкова конструкція «перегукується» з теорією перспектив: інвестори жалкують, коли вони втрачають гроші на інвестиції та відчувають радість, коли вони заробляють гроші відносно початкових інвестицій. Це призводить до «ефекту диспозиції», де типовий інвестор занадто довго затримує інвестиції, що падають у ціні, і занадто рано продає виграшні інвестиції.

К. Окада з Інституту бізнесу та бухгалтерського обліку університету Kwansei Gakuin та головний виконавчий директор Magne-Max Capital Management також використовує принципи поведінкових фінансів у експертному аналізі для прийняття інвестиційних рішень шляхом виявлення ринкових настроїв та оволодіння психологічними характеристиками японських інвесторів. Команда К. Окади отримує масиви текстової інформації зі ЗМІ, а також соціальних мереж (Message boards і Twitter). Для того, щоб розбити японський текст на аналізований формат, вони використовують розроблені в галузі інформатики технології (зокрема Natural Language Processing). Потім на основі підготовленого словника слів та фраз вони визначають настрої інвесторів для кожної з визначених акцій на Токійській фондовій біржі.

Результуючий показник отримав назву «індекс настроїв», на основі якого (та без виключення спостереження за корпоративними та ринковими подіями)

інвестори відфільтровують акції на довго- та короткострокову перспективу. Така фільтрація суттєво знижує волатильність величини чистих активів. І запорукою успіху тут є розуміння того, що для результативного застосування поведінкових фінансів у фінансовому менеджменті необхідно розвивати міждисциплінарну систему (хедж-фонд вказаних інвесторів складається з трьох практикуючих і трьох професорів, які мають три різні спеціальності: фінанси, інформатика та комп'ютерні науки) та мати гнучку й адаптивну систему прийняття рішень, оскільки на ринку історія рідко повторюється [176].

Г. Девіс, керівник відділу поведінкової та кількісної інвестиційної філософії банку Barclays, вважає, що поведінкові фінанси допоможуть виростити майбутні інновації у фінансуванні, оскільки вони значною мірою допомагають інвесторам керувати своїми рішеннями в часі через інструменти підтримки прийняття рішень. Наприклад, все більше з'являється продуктів, призначених для забезпечення вбудованого емоційного страхування, які допоможуть інвесторам отримати доступ до ринків і одночасно зменшувати тривогу. Так, інвестори використовуватимуть технології для відстеження рішень, виявлення індивідуальних схильностей та упереджень. На базі банку Barclays вже використовуються складні психометричні профілі для встановлення фінансової індивідуальності і наступного використання цих даних задля адаптації інвестиційного портфеля й забезпечення найбільшого прибутку за найменшого емоційного дискомфорту.

М. Ерволіні, генеральний директор компанії Cabot Research, вважає, що менеджери фондів мають значні переваги у зв'язку з використанням поведінкових інструментів зворотного зв'язку. Cabot Research є біхевіористичною консалтинговою компанією, яка допомагає портфельним менеджерам стати більш самосвідомими та вдосконалюватись, оскільки дозволяє їм використовувати свої власні історії для аналізу прибутків таким чином, що вони (портфельні менеджери) вивчають ключові моменти, як, наприклад, величина прибутку від покупки чи продажу. Представники компанії переконані, що у майбутньому

фондові менеджери все частіше покладатимуться на поведінковий зворотній зв'язок, тому і зосереджені на механізмах його аналізу [176].

Ще одним суб’єктом консалтингової діяльності на основі поведінкових фінансів (де 93,6 % фінансового планування належить поведінковому менеджменту) є Financial DNA – всесвітня фінансова система у форматі все-в-одному, яка, відповідно до їх слогану, «залучає та розвиває наставника, радника та клієнта, використовуючи всі аспекти фінансової особистості» [128] (розміщує своїх клієнтів у центрі процесу фінансового планування, використовує індивідуальний зв'язок на всіх етапах життєвого циклу клієнта, вивчає поведінкові клієнтські емоції, створює спеціальні портфоліо та ін.).

Однак тут важливо зазначити, що інвестиційні спеціалісти мають власний набір упереджень, які можуть змусити їх слідувати за натовпом. З точки зору бізнесу, їх найбільший страх полягає у підборі індивідуального напрямку руху, який виявиться помилковим. Це може призводити до вираженої тенденції наслідування трендів ринку, тобто рекомендування інвестицій, які популярні або добре працювали в недавньому минулому (однак очевидно, що надприбутків такі інвестиції приносити не можуть через надмірний інтерес інвесторів та хвильовий характер черговості спадання і зростання прибутковості активів).

Іншим варіантом виходу із даної ситуації є диверсифікація портфеля цінних паперів: чим більше диверсифікований портфель, тим менша ймовірність різких перепадів вартості утримуваних активів. Однак таке рішення може приховувати в собі поведінкову загрозу: збільшення альтернативних варіантів вибору зазвичай призводить до бажання інвестора диверсифікувати свій портфель таким чином, що стратегія конкретного інвестора може кардинально відрізняти від його психологічних характеристик у сприйнятті ризику: консервативний інвестор, котрий притримується стратегії повільного, але стабільного зростання активів, сам того не підозрюючи може сформувати у своїх руках надризиковий інвестиційний портфель через переоцінку можливості щодо опрацювання значних обсягів інформації по кожному із альтернативних видів активів.

Цікаві дослідження щодо впливу кількості альтернативних варіантів на кінцевий вибір були проведені і в сфері іпотечного кредитування, де присутня диференціація і за строками, і за відсотковими ставками, і за умовами погашення, і за комісійними винагородами, і за штрафними санкціями за протермінування платежів. В одному з таких досліджень [208] показано, що навіть у спрощених умовах підготовленим фахівцям важко розпізнати більш або менш вигідні умови. Тому висновком тут може бути твердження, що збільшення кількості альтернатив у кредитуванні потенційно може давати додаткові вигоди його споживачам, але тільки у випадку, якщо до вибору ставитися дуже відповідально і докладати всіх зусиль, щоб розібратися в умовах кредитування та знайти найбільш підходящий варіант. Однак відомо, що агенти прийняття рішень (які в умовах асиметричності інформації оперують обмеженими, неповними даними щодо ресурсів і способів їх використання) обмежені ще й у можливостях обробки та переробки цієї інформації для прийняття найсприятливішого рішення. Тому велика кількість альтернатив може слугувати фактором дезорієнтації більшою мірою, ніж задоволення ширшого кола потреб різних споживачів (приклади наведені в дослідженнях [129] та [130]).

Так, при виділенні НБУ відновлення кредитування як пріоритетного напрямку розвитку банківського сектору, станом на початок 2018 р. драйвером відновлення кредитування стало споживче кредитування – один із найдорожчих видів кредиту, де річна ставка інколи досягає позначки 130 % [75]. На думку автора, така тенденція засвідчує неготовність споживачів оцінити реальні витрати, пов’язані з обслуговуванням різних видів кредиту. Як результат – частка поганих кредитів у банківській системі України становить 54,9 % [105], тобто більше половини.

В умовах наявності великої кількості альтернативних рішень знову актуалізується можливість використання послуг фінансових консультантів. В. Ріккарді, професор фінансів у Goucher College, переконаний, що фінансові консультанти, які мають знання з поведінкових фінансів, можуть допомогти інвесторам прийняти кращі рішення щодо пенсійних заощаджень (оцінюючи

рівень їх толерантності до ризику та розвиваючи належний підхід до розподілу активів, а потім кожен рік здійснюючи моніторинг їх портфеля), оскільки багато інвесторів страждають від упередження неуважності. Загалом, механізм заощадження для пенсії є однією з областей найінтенсивнішого практичного застосування набутків біхевіористичної концепції фінансів: в останні роки багато зарубіжних політиків намагалися використовувати поведінкові фінанси для впливу на пенсійні заощадження працівників, і ці намагання сьогодні мають законодавче закріплення (у 2006 р. пенсійний план «Накопичуй більше завтра» (про який йтиметься далі) був включений до Закону про захист пенсій [98, с. 275], що свідчить про високу практичну значимість поведінкових механізмів для забезпечення достатку суспільства). Так, у спільній праці провідного професора з питань поведінкових фінансів Р. Талера та професора з юридичних наук К. Санштейна «Nudge» автори пропагують необхідність застосування механізму поштовхів (nudges) для забезпечення сприятливого вибору учасниками фінансових відносин, які з різних причин розпізнати цей сприятливий вибір не можуть. Учені рекомендують підприємствам запроваджувати автоматичні плани заощаджень, тобто такі плани, у яких опцією за замовчанням є приєднання до пенсійного плану, а для виходу з нього необхідно вжити заходів (мається на увазі нескладна процедура відмови).

Економічна суть автоматичного приєднання сприятливо впливає на потенційних вкладників, які схильні до інерційних дій, автоматично зараховуючи їх. Дослідження в даній галузі демонструють, що плани, в яких учасники повинні ввійти (не автоматично), мають 68 % частку участі після 36 місяців роботи, тоді як плани, в яких учасники автоматично зараховуються та повинні особисто відмовитися від плану для виходу, мають 98 % частку участі після зазначеного терміну [98, с. 275]. Результати дослідження демонструють сприятливий вплив поведінкових механізмів на достаток працівників після виходу на пенсію (адже примусу не було, вибір залишався за працівниками, однак під впливом інерції частина з них змінила свій вибір на користь участі у планах пенсійних накопичень).

Окрім зміни кількості учасників, принципи поведінкових фінансів можуть бути застосовані для збільшення накопиченої суми. Р. Талер та Б. Шломо розробили план накопичень «Накопичуй більше завтра» (Save for Tomorrow), де учасники беруть на себе зобов'язання економити частину свого майбутнього збільшення доходів на випадок виходу на пенсію, тобто з кожним збільшенням зарплати ставки їх відрахувань збільшувалися на кілька відсоткових пунктів до досягнення максимального розміру. Експериментуючи зі схемою «Накопичуй більше завтра», вчені підсумували, що через півроку ті, хто раніше мали проблеми з накопиченнями, заощаджували 3 % своїх зарплат. Через 3,5 р. вони заощаджували майже 14 % своїх заробітних плат, не відчуваючи при цьому зменшення реальних доходів. З точки зору поведінкових фінансів дана схема передбачає врахування 5 особливостей людської психології та поведінки, які в даному випадку використовувались для збільшення пенсійних внесків за допомогою тих самих nudges:

- багато працівників хочуть і планують заощаджувати більше, однак нічого для цього не роблять;
- згода на самообмеження дається добровільно і, крім того, легше, якщо це самообмеження ймовірно відбудеться колись у майбутньому;
- працівникам, звісно, не подобається спостерігати за тим, як їх реальна зарплата зменшується, вони намагаються уникнути втрат;
- втрати відчуваються в номінальних грошових одиницях, за рахунок чого створюється грошова ілюзія;
- інерція (а в даному випадку використання опції на промовчування) відіграє дуже значиму роль у прийнятті фінансових рішень.

Механізм формування пенсійних накопичень на основі індивідуальних пенсійних «резервів» сьогодні майже не має систематичного застосування в Україні, однак після законодавчого закріплення Проекту Закону Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування №6677 [88] у дію вступить пенсійна реформа, яка має покласти початок формуванню

накопичувальної пенсійної системи [103]. Тобто пенсійні заощадження будуть у підпорядкуванні недержавних пенсійних фондів, і, крім того, накопичені кошти можна буде використовувати в інвестиційних цілях. Таким чином, в Україні з'явиться багатомільйонна аудиторія потенційних інвесторів, які робитимуть намагання знайти найкращі шляхи підвищення купівельної спроможності своїх заощаджень (а за оцінками НБУ, в руках українського населення сьогодні вже знаходиться біля 50 млрд дол. у готівці [114]).

На думку автора, українські підприємства реального сектору повинні розглядати цю ситуацію в першу чергу як можливість залучення додаткових фінансових вливань у власний бізнес (яких йому так не вистачає), адже, як показує практика США та Європи, приватні інвестиційні фонди (які в тому числі оперують недержавними пенсійними фондами) є основними інвесторами в акції підприємств.

Тому завданням українських підприємств у даному випадку є формування якісної пропозиції на ринку цінних паперів, що матиме в тому числі позитивний ефект на загальну економічну ситуацію в країні, адже відповідно до дослідження, проведеного на початку 2018 р Київським міжнародним інститутом соціології, 40,4 % українців вважають олігархів головним фактором, стримуючим розвиток країни. І тут менеджерам підприємств потрібно зрозуміти, що якщо власниками їхніх бізнесів стануть мільйони українців, це стане фактором захисту бізнесу загалом, а також – потенціалом для лобіювання населенням перед державою вже спільних бізнес-інтересів. Тому дуже ймовірно, що продаж часток підприємств широким масам населення в найближчому майбутньому стоїть як питання виживання для великого бізнесу, і цей механізм уже давно використовується у розвинених країнах.

Тобто сьогодні курс розвитку українських підприємств повинен передбачати формування сприятливого попиту на власні цінні папери з боку населення і, на думку автора, у першу чергу – власних працівників, адже віддача роботі в такій ситуації буде максимальною, тому що від зусиль працівника залежатиме ефективність діяльності підприємства загалом та майбутня віддача від вкладених

коштів. Досягненню цієї мети і сприяють практичні набутки біхевіористичних фінансів, а механізми їх використання повинні передбачати людиноцентричність економічних відносин та орієнтацію на людину як на соціальний феномен (а не комерційно запрограмований апарат, який у будь-якій ситуації вміє обрати найвигіднішу для себе альтернативу) з одного боку, з іншого боку – споживачами економічних благ є все ті ж не завжди економічно раціональні суб'єкти, які свідомо або несвідомо ставлять перед собою завдання досягнення максимальної власної вигоди або досягнення інших (неекономічних) цілей. Крім того, відомою є тенденція інвесторів купувати акції своєї країни – тобто заглиблюватися в те, що знають, і в даному випадку ця поведінкова схильність (яку економісти називають «місцевим ухилом») спрацьовує на користь українських підприємств при потенційному залученні інвестицій власних працівників (рис. 3.5).

Як видно з рис. 3.5, преференційне місце при інвестиційному виборі зовнішніх інвесторів займають підприємства, що забезпечують отримання широкої, але разом з тим і стислої інформації щодо об'єкта інвестування, адже нездатність українського бізнесу представити свою компанію на цифровому (бухгалтерському) рівні є суттєвою перешкодою в залученні будь-яких зовнішніх ресурсів. Причому подача повних фінансово-організаційних даних є не тільки прерогативою публічних компаній, а й потужним інструментом для просування закритих підприємств. Відповідно до висновків The Financial Reporting Lab [5], для інвесторів найцікавішою з точки зору інвестиційного аналізу та розуміння перспектив розвитку підприємства є її бізнес-модель. З точку зору поведінкових фінансів завдання підприємства зрозумілі – мінімізувати інформаційну асиметричність та невизначеність, якої уникають інвестори.

Щодо працівників, то тут менеджери можуть застосовувати ряд механізмів впливу, побудованих на основі їх економічно нераціональної прив'язаності до свого місця роботи: протягом періоду працевлаштування в них уже сформувалося певне ставлення до свого підприємства, яке важко буде поміняти навіть під впливом нових даних (тому менеджери зацікавлені в тому, щоб це ставлення було довірливим), тому вони схильні погоджуватися на нижчі доходи, але з надійних,

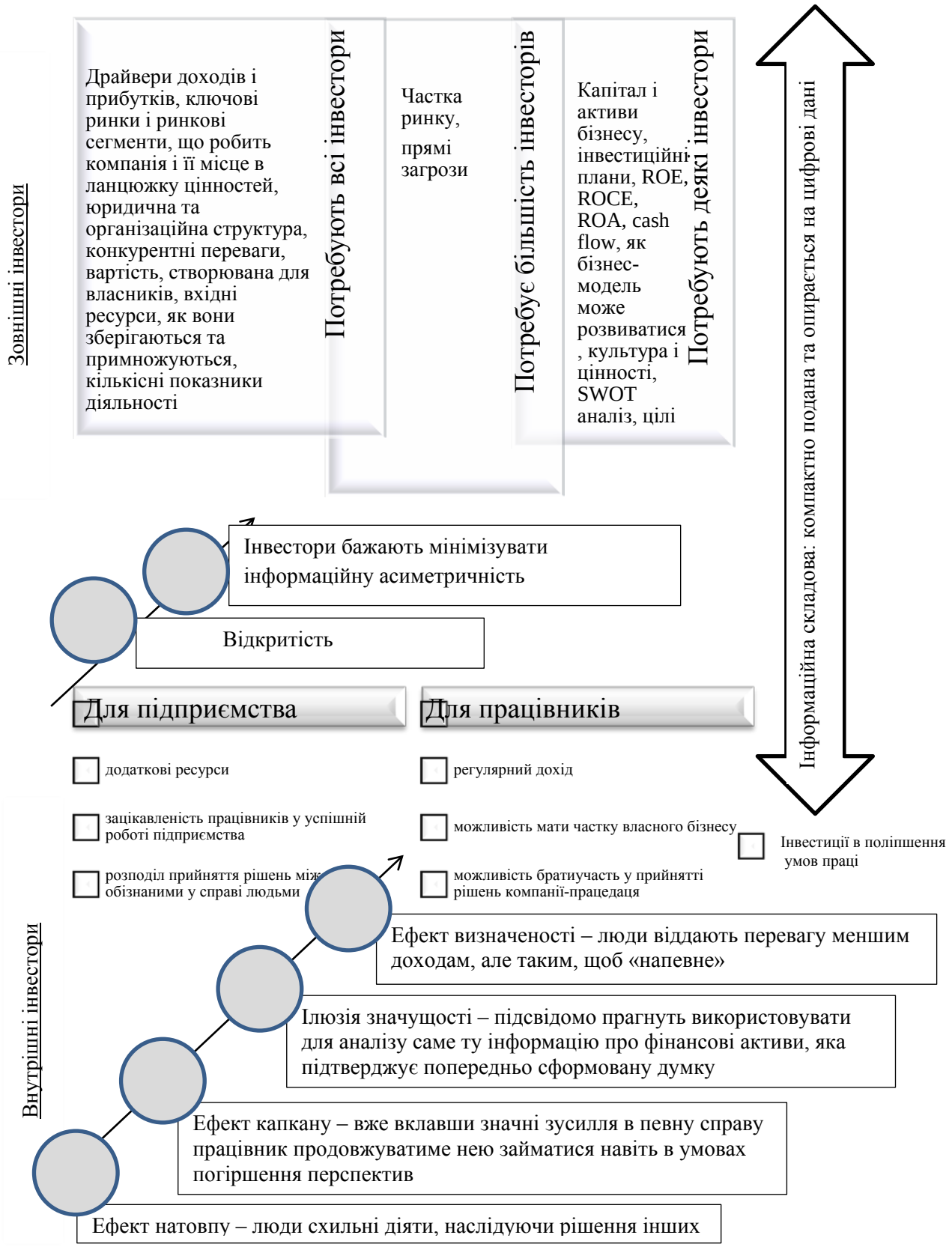


Рис. 3.5. Механізм використання поведінкових упереджень для стимулювання інвестицій працівників та зовнішніх вкладників суб’єктами реального сектору економіки України

Джерело: розроблено автором

перевірених джерел. Крім того, працівники, котрі вже пропрацювали якийсь час на визначеному підприємстві, схильні продовжувати вкладати зусилля (а в даному випадку і кошти) в «свою справу», навіть якщо перспективи таких «вкладень» погіршуються. Врешті, загальна тенденція інвестувати кошти в своє підприємство може зацікавити навіть противників таких рішень, адже люди схильні наслідувати поведінку інших, не бажаючи виділятися з натовпу. І в даному випадку закордонний досвід практичного застосування набутків біхевіористичних фінансів може слугувати інструментом вирішення фінансових проблем на рівні підприємства та, з точки зору недопущення виливань потенційних інвестицій за кордон, – для економіки країни загалом.

Таким чином, першочерговим завдання українських підприємств сьогодні є формування сприятливого внутрішнього клімату. На думку автора, збільшення зарплат сьогодні може слугувати фактором залучення додаткових вкладень у найближчому майбутньому (як показує статистика, сьогодні середня частка заробітних плат в українській економіці становить 13,1 % від виробничих витрат, тоді як у країнах ЄС цей показник становить 45 % [103]), оскільки це є фактором підвищення зацікавлення з боку потенційних працівників, у контрактах з якими можна використати опцію за промовчування: згода на покупку боргових або пайових цінних паперів підприємства у майбутньому (від якої, звісно, можна відмовитися за допомогою окремої нескладної процедури).

Як показують результати проведених за кордоном експериментів [98], при прийнятті рішень люди схильні підтримувати опції за промовчування навіть у тих випадках, коли вони апріорі не здаються найліпшим варіантом. У біхевіористичних фінансах ця особливість отримала назву «помилка статус-кво». Наприклад, після покупки мобільного телефону його власник має можливість змінити кожен з численних елементів налаштування, але він цього зазвичай не робить, залишаючи варіант, який виробник встановив за промовчування.

У галузі страхування це працює приблизно так: якщо страховим полісом буде передбачено, що за промовчування контракт буде продовжувати діяти на наступний період – більшість страхувальників не здійснюватимуть дій (або

здійснюватимуть невчасно, або взагалі про це забудуть, якщо внески здійснюються автоматично), щоб припинити дію поліса, а якщо контракт передбачатиме анулювання полісу після завершення періоду його дії – більшість страхувальників не будуть його продовжувати. Тому архітектори вибору (так Р. Талер називає людей, котрі мають відношення до формування пропозиції вибору та альтернативних варіантів) через механізми поведінкових фінансів мають можливість встановити таку опцію за промовчування, яка в більшості й визначатиме кінцевий вибір споживачів.

Таким чином, з одного боку, наявні механізми застосування набутків біхевіористичних фінансів підприємствами можуть працювати на користь залучення додаткових інвестицій. З іншого боку – при прийнятті рішення щодо інвестування потенційні інвестори можуть також знаходитися під впливом власних суб’єктивістських факторів прийняття нераціональних рішень. Один із них – проблеми із самоконтролем, які виникають при реалізації встановленого плану дій. Для підприємств такий план дій розглядається крізь призму тактичного та стратегічного планування, і в основі його формування – рефлексивна Система 2, яка працює на засадах зваженості, обдуманості та обґрунтованості. Однак виконання запланованих дій напряму залежить від можливості агентів прийняття рішень встояти перед спокусами, які виникають в процесі реалізації плану. Яскравим прикладом тому є похід по розпродажах з метою «просто подивитися і, можливо, придбати щось справді корисне», як люди часто розмірковують, і який закінчується покупкою тісного взуття (але зі знижкою 50 %) під впливом автоматичної Системи 1.

У даному випадку спрацювало те, що поведінковий економіст Дж. Левенштейн називає «розбіжністю між холодною та гарячою емпатією» [182]. Тобто перебуваючи на стадії планування (у холодному стані), людина не може оцінити, наскільки її бажання та поведінка можуть змінитися у стані безпосереднього контакту з альтернативним, спокусливим варіантом (у гарячому стані), як от нехтування планами сісти на дієту у випадку, коли з’являється можливість пригоститися смаколиками.

Ще деякі з найцікавіших і для даного дослідження найбільш актуальних закономірностей у відхиленнях від раціональної поведінки – це цикл ринкових емоцій та теорія перспектив. Перший був розроблений інвестиційною компанією на підставі анекдотичних спостережень поведінки інвестора, а останній являє собою традиційне навчальне завдання дослідження послідовності відчуття корисності споживачами, що призводить до ефекту диспозиції. Так, Р. Талер [98] наводить інформацію щодо портфелів активів пайового інвестиційного фонду «Венгард»: у 1992 р. 58 % нових його учасників мали вклади у акції, до 2000 р. цей показник збільшився до 74 %. Протягом же наступних 2 р. учасники фонду зменшили часку акцій практично до половини (54 %). Така зміна портфеля дає наступну картину: інвестиційна стратегія досліджуваних інвесторів зводилася до того, що вони скуповували акції, коли ціна на них зростала, і продавали – коли ціна падала. Раціональному ж інвестору зрозуміло, що такий підхід – запізнілий, тому що максимальне падіння акцій в ціні є точкою максимальних перспектив для інвестора.

Ще одним підтвердженням такого підходу до інвестування є статистика одного пенсійного плану, який на початку фази швидкого зростання акцій технологічних компаній дав своїм учасникам можливість інвестувати свої пенсійні заощадження у технологічний фонд. Так, станом на 1998 р. лише 12 % учасників плану здійснювали такі інвестиції, у 2000 р. їх частка збільшилася до 37 %, а коли ціни на акції технологічних компаній почали у 2001 р. падати – показник знизився до 18 % [98]. Однак циклічність ринку ніхто не відміняв, і короткострокове падіння ціни акцій не впливає на довгострокове її зростання. Адже, як зазначалося Р. Талером, «не було в історії таких 20 р., протягом яких акції втрачали свою вартість…» [98]. У цьому проблема сучасних інвесторів – недалекоглядність, бажання бачити стабільні доходи мало не щодня, що пов’язано з малою фінансовою грамотністю і не усвідомленням короткострокової циклічності вартості цінних паперів, як і інших активів. А беручи до уваги той факт, що через невдачі вони переживають в 2,25 рази сильніше, ніж радіють аналогічним втратам, висновок напрошується один: для таких інвесторів

підходить більш консервативний набір для інвестиційного портфеля, який включатиме державні цінні папери або облігації підприємств, які, своєю чергою, характеризуються нижчим рівнем дохідності, однак і меншим рівнем ризику.

Для інвестиційних фахівців практичні наслідки теорії перспектив є глибокими: їх клієнти не лише піклуються про загальну суму свого багатства, а й про шляхи її накопичення. Тому повинен застосовуватися новий набір стратегій управління ризиками, який є практичним і дієвим [144]:

1. Інвестиції здійснюються систематично, щоб скористатися змінами у мінливості ринку шляхом диверсифікації пунктів входу та виходу.

2. Кожна індивідуальна інвестиція забезпечує передбачувану, математично формульовану віддачу.

Ці стратегії намагаються приборкати наслідки циклу ринкових емоцій шляхом включення найкращих рис біржових фондів та хедж-фондів, одночасно уникаючи несприятливих характеристик обох. Дисциплінований інвестиційний процес в основі цих інвестицій створює багато точок входу та виходу протягом усього року, що дозволяє інвестору скористатись, а не злякатись через внутрішню нестабільність ринку. Залежно від обраної стратегії, інвестиційний процес пропонує інвесторам необхідний захист, коли рівень володіння собою є високим і дозволяє інвесторам збільшувати прибутки на протилежній точці циклу.

Однак, на заваді тут стає той факт, що з різних причин навіть ті з інвесторів, які володіють певним рівнем фінансової грамотності, не використовують (або використовують у незначній мірі) знання про закони, які діють на фінансових ринках. Так, коли у Г. Марковіца запитали, як він розподілив свій пенсійний рахунок, він сказав, що «мав би обчислити історичні коваріації класів активів і сформувати межу ефективності. Замість цього [я] розділив свої внески між акціями та облігаціями в рівних частках» [226]. Як бачимо, людина, котра знає про теорію сучасного інвестиційного портфеля все і навіть є її основоположником, не використовує свою унікальну фінансову грамотність для вирішення персональних фінансових проблем (майже як «чоботар без чобіт»).

Така поведінка є типовою для багатьох інвесторів. Щоб знайти закономірності у прийнятті рішень щодо інвестування сьогодні створюються психографічні моделі, що класифікують людей за певними характеристиками,

тенденціями або поведінкою. Вважається, що шляхом сегментації окремих осіб за типом особи та статі та співставленням цих змінних із певними інвестиційними упередженнями можна актуалізувати роботу, яка виявила ці упередження (наприклад, [168]). Якщо певні групи інвесторів стають схильними до інвестиційних відхилень – практикуючі спеціалісти можуть визначити поведінкові тенденції щодо прийняття інвестиційних рішень і, ймовірно, забезпечити кращі інвестиційні результати, що і є метою прикладного застосування біхевіористичних фінансів. Однак, у випадку українських підприємств реального сектору застосування таких механізмів ускладнюється через нерозвиненість фінансового ринку загалом та, як результат, більш зваженого підходу зі сторони інвесторів до купівлі українських цінних паперів.

Ми переконані, що і правила гри на фінансових ринках загалом, і стратегії інвесторів зокрема визначаються у тому числі ступенем розвитку цих ринків загалом. Так, прийняття рішення щодо інвестування на недостатньо розвиненому ринку піддається впливу додаткових факторів (рис. 3.6).

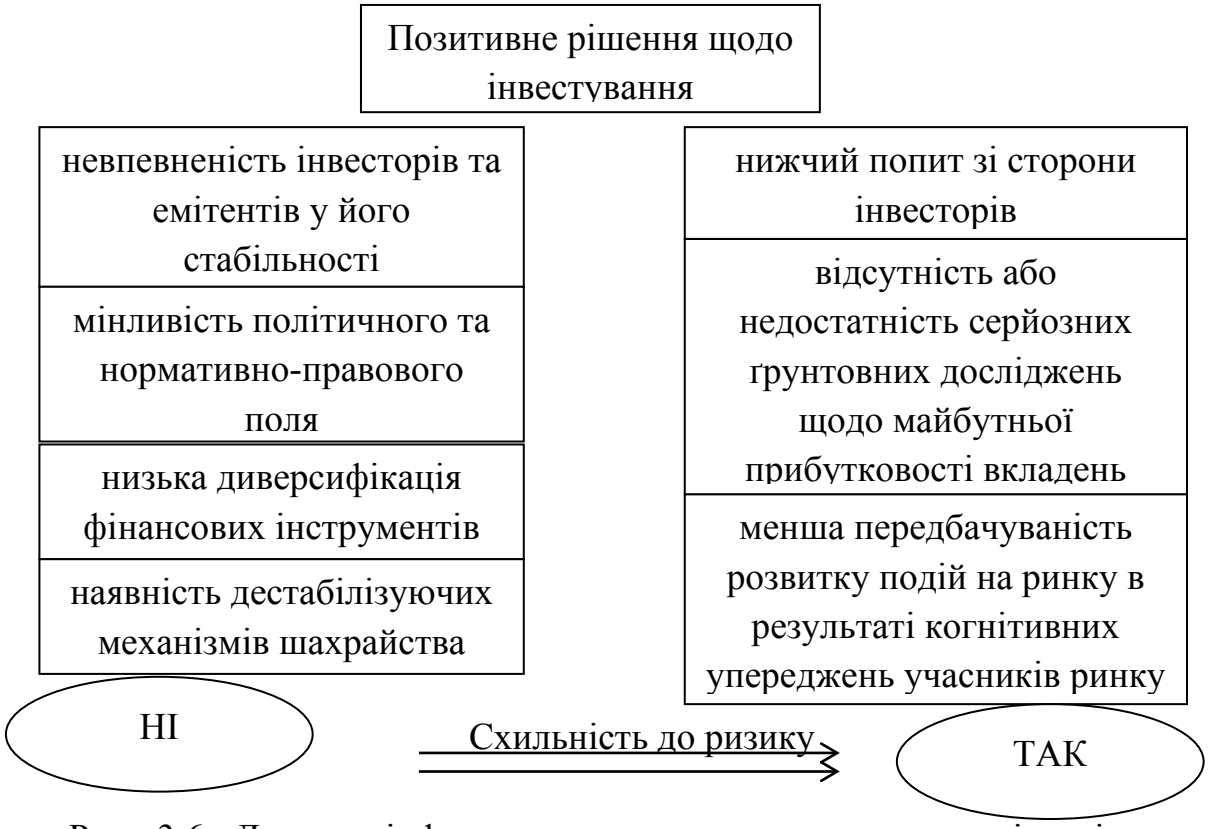


Рис. 3.6. Додаткові фактори, що впливають на схильність інвесторів до вкладання коштів на нерозвинених фінансових ринках

Джерело: розроблено автором

Як видно з рис. 3.6, разом з очевидним негативними сторонами інвестування на нерозвинених ринках, останні можуть володіти і позитивними характеристиками. Так, відсутність або недостатність серйозних ґрунтовних досліджень щодо майбутньої прибутковості здійснюваних вкладень може слугувати позитивним підґрунтям для досвідчених інвесторів, які в змозі використати свій потенціал обчислення майбутньої прибутковості та власну інтуїцію для максимізації майбутнього доходу – бути «піонерами» у стратегії збирання вершків на фінансовому ринку.

З іншого боку – прийняття рішень на нерозвинених ринках може супроводжуватися більшим впливом когнітивних упереджень (у тому числі в результаті значної асиметричності інформації), тобто розвиток подій на ринку змінно передбачуваний, а виграшними можуть виявитися ті цінні папери, що не здавалися перспективними при прийнятті рішення щодо інвестування. Таку властивість нерозвинених ринків автор відносить до позитивних, оскільки навіть за умов нераціональності самого інвестора біхевіористичні упередження інших учасників фінансових відносин можуть слугувати відправною точкою для формування власної успішної інвестиційної стратегії, побудованої на інформаційному фундаменті, який забезпечує концепція біхевіоризму (між іншим, ще наприкінці минулого століття Д. Канеман і А. Тверські [167] доводили, що когнітивні упередження мають ефективні практичні наслідки для окремих галузей, проте вони говорили про діагностування).

Врахування цих факторів прийняття рішення щодо інвестування, підкріплене зарубіжним досвідом практичного використання концепції біхевіористичних фінансів у інвестуванні, може перетворити нерозвинений український фінансовий ринок на потужний майданчик для реалізації інвестиційного потенціалу підприємства-інвестора, менеджери якого зможуть навчитися використовувати поведінкові упередження інших учасників фінансового ринку задля формування власної успішної інвестиційної стратегії.

На думку автора, найбільш успішними із таких стратегій для українських підприємств реального сектору економіки можуть бути запропоновані нижче

(оскільки вони враховують протидію «типовим» поведінковим помилкам інвесторів):

- протидія натовпу – використання тенденції робити (або вірити в) речі виходячи з того, що багато інших людей роблять це (або вірять в це) (тобто проявляють стадну поведінку на основі групового мислення й групового наслідування), для прийняття кардинально протилежних рішень (стратегія є ризиковою, але потенційно прибутковою);

- виділення статистичних пріоритетів – ігнорування інформації щодо доступних приватних випадків на користь винятково статистичних даних у сфері зацікавлення;

- зосередження на альтернативних варіантах – тенденція першочергово розглядати альтернативні сценарії власної інвестиційної поведінки замість того, щоб перевіряти виділені гіпотези виключно шляхом прямого тестування;

- уніфікація вхідних даних незалежно від емоційного забарвлення повідомлень – використання широкого підходу або опису ситуації чи проблеми замість того, щоб приділяти занадто багато уваги якомусь одному аспекту явища, в тому числі сенсаційним повідомленням;

- абстрагування від професії – уникнення тенденції висловлювати необґрунтовану симпатію до певного об'єкта інвестування тільки тому, що потенційний інвестор знайомий з ним в силу професійних чи особистісних зацікавлень або діяльність цього об’єкта є дотичною до діяльності самого підприємства;

- прийняття рішення «з чистого листа» – тобто прийняття рішення на основі абстрагування від попередніх успіхів чи невдач конкретного об’єкта, які можуть передувати кардинальним змінам успішності ціноутворення конкретних активів в силу циклічності ринку (уникнення «помилки гравця» та «ілюзії кореляції»);

- критика результатів – максимальна об’єктивність та критичність у калькулюванні результуючого показника, тобто уникнення ситуації маніпулювання результатами таким чином, щоб оправдати та підтвердити

заздалегідь прогнозовані результати або підтвердити попередньо сформовані стратегії;

- наближення до середнього значення – превалювання усвідомлення того, що числове відображення ситуації на ринку матиме більш або менш яскраву тенденцію повертатися до середнього значення (у результаті тої ж циклічності ринку), на противагу переконань у тому, що екстраординарні зміни будуть перманентно чи принаймні тривалий час продовжуватися;

- мінімізація ризику – відраза до крайніх рішень, тобто тенденція уникати екстремальних рішень на користь проміжних (історії про успіхи неочікуваних та необґрунтованих вкладень є гучними, однак статистично незначними у порівнянні з загальною вибіркою таких вкладень, щодо яких інформаційні джерела використовують менш емоційно забарвлені способи інформування, оскільки їх наслідки є відносно передбачуваними і очевидними).

Використання даних стратегій суб’єктами реального сектору української економіки є логічним, на думку автора, кроком у формуванні інвестиційної стратегії на ринку, учасники якого поводяться нераціонально, оскільки дає можливість протидіяти афективним та когнітивним упередженням під час прийняття фінансових рішень.

Висновки до розділу 3

1. Сьогодні умови функціонування українських суб’єктів реального сектору ускладнюються в результаті специфіки ведення ними господарської діяльності (наприклад, диференціація діяльності господарюючих суб’єктів і, відповідно, ускладнення функцій менеджера, котрий менше уваги тепер приділяє питанням формування і розподілу фінансових ресурсів). Посилює цей процес клановий тип ведення бізнесу, який частково знімає особисту відповідальність виконавців, а також зменшує ощадливість.

2. Особливості господарювання українських підприємств визначають специфіку національної бізнес-свідомості, яка включає певну сукупність ментальних особливостей і схильностей менеджерів у площині ведення бізнесу, а тому розглядається автором як базовий інструмент і першоджерело прийняття фінансових рішень. Формалізований показник української бізнес-свідомості, обчислений відповідно до запропонованої методології, становить 1,525 (або 67% від максимально можливого значення). Такий результат свідчить про низький рівень стратегічної, інтелектуальної спрямованості діяльності підприємств та направленості на розвиток. Важливим наслідком цього є формування недалекоглядного механізму прийняття рішень менеджерами українських підприємств.

3. Сучасна модель бізнес-поведінки українських підприємств характеризується як позитивними, так і негативними рисами, специфіка яких – у застосуванні механізму відтворення зразків поведінки, які не завжди приводять до максимізації корисності, тобто така поведінка є не завжди раціональною. Вона (модель) сформувалася під впливом місця проживання (ментальна специфіка) і життєдіяльності народів («соціальна пам'ять»), нашарування різних епох, що визначили звичаї та традиції, вплинули на мотиви і механізми прийняття фінансових рішень менеджерами та на стиль їх ділової поведінки. Разом з тим, ця модель поступово зазнає деяких змін під впливом глобалізації, яка спричинює поступову уніфікацію національної моделі бізнес-поведінки підприємств із глобальною.

4. Базовою сферою прикладного застосування біхевіористичних фінансів є накопичення поведінкової фінансової грамотності, яке дає можливість зменшити негативний вплив поведінкових упереджень та спрогнозувати нераціональні рішення інших учасників ринку. Найпоширенішою областю практичного застосування біхевіористичних фінансів за кордоном є фінансові ринки та інвестиційні стратегії: вже існують схеми, що дозволяють відшукати цінні папери, які є об’єктами інвестиційних упереджень інших учасників фінансового ринку, задля досягнення власних інвестиційних (і не тільки) цілей. Такі схеми можуть

імплементовуватись українськими підприємствами задля досягнення власних фінансових цілей та підвищення конкурентоспроможності.

5. Автором запропоновано механізм використання українськими підприємствами поведінкових упереджень потенційних інвесторів для збільшення інтересу до власних цінних паперів як зовні, так і з боку власних працівників, які після запровадження пенсійної реформи можуть стати потенційними інвесторами власних компаній-працедавців. Цей механізм ґрунтується на такий поведінкових упередженнях працівників, як ефект натовпу, ефект капкану, ілюзія значущості, ефект визначеності. Ці ефекти сприяють прийняттю позитивного рішення щодо інвестування у власну компанію-працедавця.

6. Аналіз можливості використання українськими підприємствами поведінкових упереджень інших учасників фінансового ринку дозволив запропонувати деякі стратегії, які, на думку автора, можуть бути найуспішнішими для імплементації на нерозвиненому фінансовому ринку. Це, зокрема, такі стратегії, як протидія натовпу, виділення статистичних пріоритетів, зосередження на альтернативних варіантах, уніфікація вхідних даних незалежно від емоційного забарвлення повідомлень, абстрагування від професії, прийняття рішень «з чистого листа», критика результатів, наближення до середнього значення, мінімізація ризику.

Основні результати дослідження щодо розділу 3 висвітлено у таких працях автора [57; 62; 50; 63; 49].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі вирішено актуальне науково-практичне завдання, що полягає в поглибленні теоретико-методологічних та прикладних засад обґрунтування біхевіористичних фінансів суб’єктів реального сектору економіки. Результати проведеного дослідження дають підстави зробити наступні висновки:

1. На основі узагальнення теоретико-методологічних основ дослідження поведінкової економіки обґрунтовано, що однією з ключових передумов появи та визнання її трендовим економічним напрямом є трансформація мисленнєвої діяльності вчених-економістів у напрямку перенесення об’єкта наукових інтересів на людину як реальний економічний суб’єкт, що має визначальну роль у економічних відносинах. Така трансформація позбавила актуальності визначення людини ефемерно правильною – штучною оболонкою, відірваною від здорових потреб творчої та безпечної життєдіяльності (що відповідає засадам концепції економічної людини). У широкому цивілізаційному контексті поведінкова економіка є парадигмою глобального розвитку, де в центрі дослідницького інтересу перебуває людина, її фізіологічна, психологічна, духовна і соціальна будова.

2. Встановлено, що теоретичні положення сучасної біхевіористичної концепції фінансів сформувалися на основі досліджень класиків і ранніх неокласиків, які значною мірою цікавилися психологічним підґрунтям прийняття фінансових рішень. Аналіз цих положень дозволив резюмувати, що біхевіористичні фінанси – це напрям фінансової науки, який забезпечує посилення пояснювальної та прогностичної сили економічної теорії загалом та фінансової науки зокрема через імплементацію психологічно більш правдоподібних основ прийняття рішень із урахуванням когнітивних, конативних і афективних факторів. Поведінкові фінанси є інструментом скорочення розриву між постулатами економічної теорії, пропозицією фінансової науки та запитами фінансової практики шляхом виявлення поведінкових упереджень учасників фінансових відносин й ідентифікації їх причин. Показано, що на фінансовому

ринку суб’єктам попиту та суб’єктам пропозиції характерні різні поведінкові упередження, що пов’язано зі специфікою рішень, що приймаються ними, та цілей, що вони прагнуть досягти.

3. На основі аналізу еволюції теорій фінансів підприємницького сектору економіки встановлено, що сьогодні фінансова наука більшою мірою заглиблюється у неекономічні властивості фінансових явищ і процесів, у результаті чого з’являються нові продуктивні ідеї та вчення: підприємницька теорія фірми, теорія корпорації, еволюційна теорія, мережева теорія організації, обґрунтування зв’язку між показниками вкладення в людський капітал та економічним зростанням, ототожнення максимізації прибутку з абстракцією та інші. Парадигмальні зміни у дослідженнях фінансів підприємницького сектору зумовили розуміння важливості у функціонуванні підприємств не лише власне економічних чинників, а й значно ширшого інституційного середовища (культурні, соціальні та політичні чинники), а також апріорної першості ролі агентів, що приймають рішення – людей, які беруть участь у виборі кожного з параметрів їх фінансової діяльності. Тому підприємницький сектор повинен розглядатися в нерозривному зв’язку з ментальними й особистісними психологічними особливостями його менеджерів, що передбачає необхідність врахування афективних, когнітивних та конативних факторів прийняття фінансових рішень.

4. Показано, що середовище прийняття рішень українськими суб’єктами господарювання є достатньо складним через наявність бюрократичного механізму, численних адміністративних перешкод, критичного рівня тінізації (особливо на рівні відносин «держава-бізнес» і «бізнес-бізнес»), гострої політичної нестабільності. Остання формує найбільші ризики для вітчизняного бізнесу, і така ситуація є характерною для України поряд з деякими іншими країнами пострадянського простору на противагу політично стабільним країнам (для яких характерно, що найбільшими є ризики, пов’язані зі змінами ринкової кон’юнктури, конкуренцією, інноваціями). Це свідчить про відсутність в Україні інституційних засад ринкових важелів впливу на прийняття рішень українськими

суб’єктами господарювання. Своєю чергою, це стимулює їх відтворювально-деструктивну поведінку.

5. Обґрунтовано суперечливий вплив інформації та інформатизаційних процесів на економічні відносини загалом та поведінку суб’єктів реального сектору економіки України зокрема. З одного боку – це спрощення та прискорення виробничих і бізнес-процесів шляхом стрімкого акумулювання та миттєвої обробки величезних масивів інформації. З іншого боку, – це ускладнення середовища прийняття рішень з двох позицій: 1) інформаційні технології породжують додаткові ризики, пов’язані з можливістю перетворення підприємств на об’єктів інформаційної війни та загрозою хакерських атак і розсекреченням інформації, що міститься на цифрових носіях; 2) масштаби всієї необхідної для опрацювання інформації мають тенденцію до збільшення, що, своєю чергою, призводить до посилення впливу когнітивних упереджень на процес сприйняття інформації. Показано, що ускладнення середовища прийняття рішень у результаті інформатизаційних процесів спричинює необхідність постійного резюмування даних, яке з часом набуває ознак автоматизму. Тобто сформовані оцінки фактично припиняють перевірятися, не перестаючи при цьому бути підґрунтям для прийняття фінансових рішень, що призводить до консервативності та негнучкості фінансово-господарської діяльності суб’єктів реального сектору економіки України.

6. Показано, що суб’єкти реального сектору економіки України націлені на успіх та впевнені у своїх діях (в деяких випадках – необґрунтовано та надмірно самовпевнені), однак вони не завжди довіряють фінансовим аналітикам та їх рішення часто бувають непослідовними через необхідність адаптуватися до трендових зрушень в економіці загалом, а також віддзеркалення негативного досвіду приватизації та гіперінфляції кінця XX ст., фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., галопуючої інфляції 2015 р. При цьому, приймаючи ірраціональні за своєю суттю рішення, суб’єкти господарювання не припиняють вірити у свою раціональність. На основі емпіричного аналізу доведено, що протягом усього періоду незалежності України суб’єкти реального сектору економіки України

вдавалися до таких поведінкових упереджень, як парадокс Еллсберга, ефект неприйняття втрат, парадокс Алле, ефект натовпу, ефект фрейму, ілюзія підтвердження, евристика наявності, евристика якоря, ефект гіперреакції на інформацію, теорія перспектив та інші, що характеризують національні особливості їх поведінки.

7. Доведено, що моделі прийняття фінансових рішень суб'єктами реального сектору економіки України характерні і позитивні, і негативні ознаки за різними параметрами прийняття рішень. Ця модель демонструє нераціональну поведінку при відкритті нового бізнесу, формуванні структури капіталу, залученні додаткових ресурсів, формуванні політики прийняття ризику, відношенні до інновацій, визначенні ступеня ініціативності, формуванні базису для прийняття рішень, оцінці вхідної інформації, формуванні політики інтеграції. Такий висновок пояснюється інформаційною асиметричністю та нездатністю приймати раціональні рішення в результаті впливу афективних та когнітивних факторів. Крім того, амплітуда відхилень від раціональної поведінки українських суб'єктів господарювання зростає в умовах необхідності швидкого реагування на зміни середовища, особливо в кризових періодах.

8. Обґрунтовано необхідність модифікації впливу поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки України на прийняття фінансових рішень: підсилення позитивних ефектів і нівелювання негативних. Особливої актуальності ця модифікація набуває при формуванні довгострокових інвестиційних стратегій і реалізовується, до прикладу, шляхом встановлення фінансової індивідуальності інвестора й адаптації інвестиційного портфеля для забезпечення найбільшого прибутку за найменшого емоційного дискомфорту, що особливо важливо для нерозвинених ринків (на яких взаємовплив суб'єктів ринку дещо деформується під впливом додаткових факторів внутрішньої взаємодії). Показано, що базове прикладне застосування біхевіористичних фінансів – це накопичення та використання поведінкової фінансової грамотності, яка дає можливість зменшити негативний вплив поведінкових упереджень та спрогнозувати нераціональні фінансові рішення інших учасників ринкових відносин для формування успішних інвестиційних стратегій і підвищення ступеня професіоналізму фінансових аналітиків та економістів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов, О.К. Синтез определения термина «реальный сектор экономики». *Реальный сектор*. 2008. № 2. С. 11–12.

2. Автономов В.С. Модель человека в экономической теории и других социальных науках. *Истоки.* 1998. Вып. 3. С. 24-71.

3. Алексін Г.О. Фінансові ризики ведення бізнесу екзогенної природи та заходи з їх подолання. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: матеріали І Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 22 черв. 2016р.). К.: КНЕУ, 2016. URL: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.

4. Андрєєва В.Г., Сосновська О.О. Аналіз основних показників ефективності функціонування підприємств реального сектору економіки України. *Економічний простір.* 2016. №106. С. 70–81.

5. Атамась С. Бізнес-модель в Annual Report очима інвестора. НВ Бізнес. 2017. URL: https://biz.nv.ua/ukr/experts/s_atamas/biznes-model-v-annual-report-ochima-investora-535245.html.

6. Бабіченко В.В. Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і пріоритети розвитку в Україні: дис. докт. ек. наук: 08.00.08. Київ, 2016. 468 с.

7. Баланчук І.С. Становлення стартапів у світі та Україні. УкрІНТЕІ. URL: www.uintei.kiev.ua/images/files/novosti/09_12_13/6.pptx.

8. Белик А. Экономическая антропология: взаимодействие экономики и культуры. *Экономический журнал.* 2010. №4(20). URL: http://economicarggu.ru/2010_4/index.shtml.

9. Бережанський А. Дорогі дороги. Український діловий тижневик «Контракти». 2006. № 47.

10. Бернстайн П. Против богов: Укрощение риска. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. 400с.

11. Білоус О. Сучасна світова фінансово-економічна криза як прояв тотальної кризи системи глобалізму. Інтернет-холдинг Олега Соскіна. URL: http://soskin.info/ea/2008/11-12/200801.html.

12. Блауг М. 100 великих економістів до Кейнса. *Економическая школа*. URL: http://padaread.com/?book=31338&pg=32.

13. Вайзе П. Homo economicus и homo sociologicus: монстры социальных наук. *THESIS*. URL: http://ecsocman.hse.ru/data/082/836/1231/3_2_4weise.pdf.

14. Васильєва Т.А., Лєонов С.В., Кривич Я.М. Економічний ризик: методи оцінки та управління: навч. посібник / під заг. ред. Т.А. Васильєвої, Я.М. Кривич. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2015. 208 с.

15. Ващенко Т.В. Современные теории поведенческих финансов. *Финансовый менеджмент*. 2006. № 2. С. 105-112.

16. Ващенко Т.В., Лисицина Е.В. Поведенческие финансы – новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития. *Финансовый менеджмент*. 2006. № 1. С. 89–98.

17. Вильямс Л. Долгосрочные секреты краткосрочной торговки. М.: Аналитика. 312 с. URL: http://www.forex.ua/upload/uf/b35/dolgosrochnye_sekrety_kratkosrochnoy_torgovli_larri_vilyams.pdf.

18. Відслідковуйте закриття ФОПів в реальному часі. Опендатабот. 2017. URL: https://opendatabot.com/fop

19. Волот О.І., Пліско І.М. Реальний сектор економіки: сутність, складові та його роль в забезпеченні стійкого розвитку економіки держави. *Науковий вісник Полісся*. 2016. №1. С. 23–29.

20. Геец В.М. Социально-экономические трансформации при переходе к экономике знаний. Социально-экономические проблемы информационного общества:монография / под ред. Л.Г. Мельника. Сумы : Университет. книга, 2005. С. 16-33.

21. Господарський кодекс України від 16.01.2003р. № 436-IV. Дата оновлення: 05.07.2018.URL: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15.

22. ГПУ виявила масштабну маніпуляцію з цінними паперами на фондовому ринку України. Interfax-Україна. 2017. URL: http://ua.interfax.com.ua/news/economic/454642.html.

23. Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество / пер. с англ. М.: ООО «Изд-во АСТ», 2004. 602 с.

24. Даниленко Ю.О. Можливості використання аутсорсингу на ринку логістичних послуг в Україні. URL: http://www.rusnauka.com/6_NITSB_2010/Economics/59593.doc.htm.

25. Економічна енциклопедія / ред. кол.: С.В. Мочерний та ін. К.: ВЦ «Академія», 2000. Т. 2. 770 с.

26. Євдокімова О.О., Топоркова І.В. Психологічні складові фінансової діяльності. *Проблеми екстремальної та кризової психології*. 2013. №14. С. 89-97.

27. Звіт про фінансову стабільність Національного Банку України. Грудень 2016. НБУ, 2016. №2. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=40819104.

28. Звіт про фінансову стабільність Національного Банку України. Грудень 2018. НБУ, 2018. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=83816603.

29. Зимовець В.В., Терещенко О.О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України.* 2015. №9. С. 78-95.

30. Золковер А. Місце комерційних банків на ринку спільного інвестування. *Економічний аналіз*. 2012. №10. С. 53-55.

31. Індекс інфляції в Україні. Мінфін. URL: https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/.

32. Індекс цін виробників. Мінфін. URL: https://index.minfin.com.ua/economy/index/prodprice/.

33. Інфляційний звіт Національного Банку України. НБУ. 2018. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=80865512&cat_id=87678900.

34. Інформація про здійснення органами виконавчої влади державної регуляторної політики у 2017 році. Державна регуляторна служба України. URL: http://www.drs.gov.ua/regulatory_policy/informatsiya-pro-zdijsnennya-organamy-vykonavchoyi-vlady-derzhavnoyi-regulyatornoyi-polityky-u-2017-rotsi/.

35. Калініченко Б.М. Влада засобів масової інформації: політологічний аналіз: автореф. дис. канд. політ. наук: 23.00.03. Київ, 2009. 19 с.

36. Кастельс М. Информационная эпоха: экономика, общество и культура / пер. с англ. М.: ГУ ВШЭ, 2000. 608 с.

37. Кізима Т. Поведінкові фінанси у концепціях класичної та інституціональної теорій. *Світ фінансів*. 2013. №3. С. 7-18.

38. Ключевский В. Значение Петра I. Знание-сила, 1989. 154 с.

39. Комісія застосувала санкції до 9 компаній за маніпулювання цінами на фондовому ринку. НКЦПФР. 2017. URL: https://www.nssmc.gov.ua/2017/09/28/rozglyanuto-8-ponovlenih-sprav-za-faktami-manpulyuvannya-tsnami-na-fondovomu-rinku/.

40. Кравець П. Нейроагентна модель прийняття рішення. 2013. URL: https://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=19&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjruqCpxaDYAhXkJ5oKHYouBxQ4ChAWCFkwCA&url=http%3A%2F%2Firbis-nbuv.gov.ua%2Fcgi-bin%2Firbis_nbuv%2Fcgiirbis_64.exe%3FC21COM%3D2%26I21DBN%3DUJRN%26P21DBN%3DUJRN%26IMAGE_FILE_DOWNLOAD%3D1%26Image_file_name%3DPDF%2FVNULPKNIT_2013_771_31.pdf&usg=AOvVaw3GmjytKRK0wWPQANn_S0Ni.

41. Кравець Р.А. Фінансове прогнозування розвитку реального сектору економіки України: дис. канд. ек. наук: 08.00.08. Львів, 2016. 258 с.

42. Кравчук Р. Політика фінансових обмежень: приклад України, 1992-2000. URL: http://iepjournal.com/journals/2/2005_1_Kravchuk_ukr.pdf.

43. Крикун В.А. Теорія поведінкової економіки в дослідженні українського банківського ринку за роки незалежності. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету.* 2017. С. 18-22.

44. Крисоватий А.І., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки. *Фінанси України.* 2013. №9. С. 7-27.

45. Крыжановский В. Чего ждут предприниматели в 2017 году. Бизнес Арена. 2017. URL: https://arena.ua/2017/05/10/chego-zhdut-predprinimateli-v-ukraine/.

46. Крючкова І.В. Відтворювальні макроструктурні процеси: започаткування гармонізації та прогноз на 2002 рік. 2001. URL: http://eip.org.ua/docs/EP_01_3_25_uk.pdf.

47. Кудінова А.В. Підприємницька поведінка та її модифікація в сучасних умовах: дис. канд. ек. наук: 08.01.01. Київ, 2006. 202 с.

48. Кузьмінов С.В. Суб'єктні оцінки як неринковий фактор ринкової координації: автореф. дис. докт. ек. наук: 08.00.01. Дніпропетровськ, 2013. 35 с.

49. Кузьмук (Жилко) С.Г. Застосування поведінкових фінансів для уникнення інвестиційних помилок. Економічна система України в умовах глобалізаційних викликів XXI століття: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 10 квіт. 2018р.). Чернівці: БЦЕОБ, 2018. С. 103-106.

50. Кузьмук (Жилко) С.Г. Розвиток Причорноморського регіону: біхевіористичний аспект. *Причорноморські економічні студії*. Одеса: Причорн. наук.-досл. ін-т екон. та іннов. 2017. Вип.23. С. 120-123.

51. Кузьмук (Жилко) С.Г. Соціалізація економіки в контексті трансформаційних зрушень в економіці. *Економічна теорія*. 2018. №2. URL: http://etet.org.ua/?page_id=189&mode=view&lang=uk&year=2018&issueno=2.

52. Кузьмук (Жилко) С.Г. Сталий розвиток: біхевіористичних аспект. Сталий розвиток місцевих громад: роль економічної освіти та науки: матеріали наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 9-10 лист. 2017р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2017. С. 35-38.

53. Кузьмук С.Г. Аналіз моделі фінансової поведінки в теорії корпоративних фінансів. Integration of Business Structures: Strategies and Technologies: International Scientific-Practical Conference (Tbilisi, February 24, 2017). Tbilisi: Sulchan-Saba Orbeliani Teaching University, 2017. P 171-174.

54. Кузьмук С.Г. Аналіз формування інвестиційних рішень під впливом поведінкових факторів. Міжнародний досвід інвестиційної діяльності та його

адаптація в Україні: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 19 трав. 2017р.). Київ: ННЦ Інститут аграрної економіки, 2017. С. 81-84.

55. Кузьмук С.Г. Виклики біхевіористичної концепції у фінансах: роль інформації. Перспективи розвитку національної економіки в умовах змін ринкового середовища: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 11-12 серп. 2017р.). Одеса: Центр екон. досл. та розв., 2017. С. 82-85.

56. Кузьмук С.Г. Відкриття нового бізнесу як прояв менеджерського оптимізму: реалії українських підприємств. Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 29-30 вер. 2017р.). Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 63-66.

57. Кузьмук С.Г. Досвід практичного застосування біхевіористичної концепції у фінансах та особливості його використання в Україні. Сучасні тенденції інституціональних трансформацій фінансової системи України: кол. монографія / за заг. ред. П.О. Нікіфорова. Чернівці: Технодрук, 2018. С. 168-179.

58. Кузьмук С.Г. Дослідження теорій корпоративних фінансів: базові та поведінкові концепції. Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 3-4 бер. 2017р.). Одеса: ОНУ ім. І.Мечникова, 2017. С. 190-193.

59. Кузьмук С.Г. Еволюція концепцій та парадигм фінансів підприємств і сучасні напрямки їх дослідження. *Економіка. Фінанси. Право*. К.: Аналітик. 2016. №10/2’2016. С. 18-22.

60. Кузьмук С.Г. Інформація як економічний ресурс та її вплив на успішність бізнесу в рамках реального сектору економіки України. *Вісник Маріупольського державного університету. Серія: економіка.* Маріуполь: Маріуп. держ. ун-т. 2017. Вип.13. С. 32-37.

61. Кузьмук С.Г. Оптимістичні упередження українських управлінців. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. Ужгород: ДВНЗ «Ужгор. нац. ун-т». 2017. Вип.15. С. 163-168.

62. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень в умовах невизначеності: поведінковий аспект. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент.* Одеса: Міжнар. гуманіт. ун-т. 2017. №26. С. 88-91.

63. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень українськими менеджерами: вхідні дані для побудови моделі. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2018. №6 (17). URL: http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/17-2018-ukr.

64. Кузьмук С.Г. Психологічні помилки в біхевіористичних фінансах. Інституційний розвиток соціально-економічних систем: національна економіка у глобальному середовищі: матеріали IX Міжн. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 20-21 квіт. 2017р.). Полтава: ВНЗУ ПУЕТ, 2017. С. 16-18.

65. Кузьмук С.Г. Раціональна ірраціональність у фінансовій науці. Економічні та інноваційні процеси: стан, перспективи та розвиток: матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 6-7 трав. 2016р.). Ужгород: Видавничий дім «Гельветика», 2016. С. 143-145.

66. Кузьмук С.Г. Теорія поведінкових фінансів: ретроспективний аналіз. Наукова спадщина Йозефа Алоїза Шумпетера і сучасність: погляд із минулого в майбутнє: матеріали III Міжн. Шумпет. конф. (м. Чернівці, 21-22 жовт. 2016р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2016. С 227-230.

67. Кунцева К.Н. Удосконалення комплексу комунікаційних інструментів НБУ у впливі на очікування суспільства. URL: http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/12626/1/Kuntseva%20_2014_104-106.pdf

68. Кутузова М.М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища: дис. канд. ек. наук: 08.00.08. Луцьк, 2015. 274с.

69. Лебедев П. Управление деньгами на ощупь. *Финансовый директор.* 2009. №1. С. 40-47.

70. Ложкін Г.В. Комаровська В.Л., Валенюк Н.Ю Економічна психологія: навч. посіб. К.: Видавничий дім «Професіонал», 2008. 462 с.

71. Макропрогноз – 2017: три сценария развития украинской экономики. Ліга.net. 2016. URL: http://www.liga.net/projects/prognozi2017/.

72. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии / под. ред. Ф. Єнгельса. М.: Политиздат, 1985. Т. 3. 388 с.

73. Маслов А.О. Становлення та розвиток теорії інформаційної економіки у другій половині XX ст.-на початку XXI ст.: дис. докт. екон. наук: 08.00.01. К., 2012. 451с.

74. Мельник І.І., Тивоненко І.Г., Фришев С.Г. Інженерний менеджмент: навч. посіб. / за ред. І.І. Мельника. Вінниця: Нова книга, 2007. 536 с.

75. Мойсеєнко О. Хороші платять за поганих: що чекає ринок кредитування. FINANCE.UA. 2018. URL: https://news.finance.ua/ua/news/-/420183/horoshi-platyat-za-poganyh-shho-chekaye-rynok-kredytuvannya.

76. Мочерний С.В., Довбенко М.В. Економічна теорія: підручник. К.: Академія, 2004. 856 с.

77. Нікіфоров П.О., Кузьмук С.Г. Економічна людина та біхевіористична концепція теоретичних досліджень у фінансовій науці. *Науковий вісник Чернівецького університету: Економіка: зб. наук. пр.* Чернівці: Черн. нац. ун-т ім. Ю. Федьковича, 2016. Вип. 773-774. С. 3-7.

78. Овсянюк-Бердадіна О.Ф. Інноваційний розвиток вітчизняних підприємств: реалії та інструменти забезпечення. *Економічний аналіз*. 2015. т.19. № 2. С.117-121.

79. Огляд банківського сектору. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=88238661.

80. Оліярник М. Всі брешуть. Український стартап навчить користувачів розуміти, коли ними маніпулюють. Новое Время. 2017. URL: http://nv.ua/ukr/techno/innovations/vsi-breshut-ukrajinskij-startap-navchit-koristuvachiv-rozumiti-koli-nimi-manipuljujut-2191716.html.

81. Опитування про системні ризики фінансового сектору. НБУ. 2018. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=70786785.

82. Орлов Ю.В. Політико-кримінологічний аналіз проявів безструктурного соціального управління. *Вісник Кримінологічної асоціації України*. 2013. №5. С. 118-127.

83. Офіційне інтернет-представництво Національного банку України. URL: https://www.bank.gov.ua/.

84. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: http://ukrstat.gov.ua/.

85. Парандій О., Філонов О. Гіпотеза ефективності ринку та випадкових блукань на фондовому ринку України. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2013. №7. С. 30–37.

86. Підприємство (фірма) як основна ланка економіки та його характерні риси: матеріали для Нової укр. школи. URL: http://subject.com.ua/economic/entrepreneurship/6.html.

87. Правда від Порошенка та маніпуляції від Тимошенко. VoxCheck Impact-17. VoxUkraine. 2017. Вип.20. URL: https://voxukraine.org/2017/10/31/pravda-vid-poroshenka-ta-manipulyatsiyi-vid-timoshenko-voxcheck-impact-17-20-j-vipusk.

88. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування: Проект Закону України від 10.07.2017 № 6677. Дата оновлення: 02.03.2018. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62218.

89. Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування: Закон України від 08.07.2010 № 2464-VI. Дата оновлення: 10.07.2018. URL: http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2464-17.

90. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-VI. Дата оновлення: 15.05.2018. URL: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15.

91. Пшик, Б.І. Взаємодія фінансового і реального секторів економіки: теоретико-методологічні аспекти. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України.* 2013. № 3. С. 3-8.

92. Рекун І.І. Теоретичне обґрунтування поведінки суб'єктів економічної безпеки. *Економіка & держава*. 2015. №6. С. 56-64.

93. Річний звіт Національного банку України за 2008 рік. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58023.

94. САП відмовили в оскарженні запобіжного заходу екс-помічнику Дубневича. Слово і діло. URL: https://www.slovoidilo.ua/2019/04/30/novyna/ekonomika/sap-vidmovyly-oskarzhenni-zapobizhnoho-zaxodu-eks-pomichnyku-dubnevycha.

95. Сервіс моніторингу реєстраційних даних українських компаній. Опендатабот. URL: https://opendatabot.com/.

96. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М. 2007. 956с.

97. Соціально-економічний стан України: наслідки для народу та держави: нац. доповідь / за заг. ред. В. М. Гейця. К.: НВЦ НБУВ, 2009. 687с.

98. Талер Р., Санстейн К. Поштовх. Як допомогти людям зробити правильний вибір: пер. з англ. О.Захарченко. К.: Наш формат, 2017. 312 с.

99. Тенденції тіньової економіки в Україні у січні-вересні 2018 року. Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. 2018. URL: http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&id=e384c5a7-6533-4ab6-b56f-50e5243eb15a&tag=TendentsiiTinovoiEkonomiki.

100. Терещенко Г.М. Вплив асиметричної інформації на розвиток ринку цінних паперів. *Наукові праці НДФІ*. 2007. №1. С. 56–62.

101. Терещенко О.О. Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів. *Фінанси України*. 2011. №10. С. 104–116.

102. Титенко О.А. Природа економічних та соціальних суперечностей інформаційного суспільства: дис. канд. ек. наук: 08.00.01. Київ, 2016. 230 с.

103. Ткачук Я. Нова пенсія українців: навіщо, як та коли почнемо накопичувати. 24Канал. 2018. URL: https://24tv.ua/pensiya_v_ukrayini_novovvedennya_pensiynoyi_reformi_detali_novini_n978874.

104. Український інститут інтелектуальної власності (УКРПАТЕНТ). URL: http://www.uipv.org/.

105. Федорів Ю. Погані активи банків. Проблема VS можливість. FINANCE.UA. 2018. URL: https://news.finance.ua/ua/news/-/422863/yurij-fedoriv-pogani-aktyvy-bankiv-problema-vs-mozhlyvist.

106. Федосов В., Рязанова Н. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів. *Ринок цінних паперів України*. 2013. №3. С. 39–55.

107. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / уклад. А. Г. Грязнова. М.: Финансы и статистика. URL: http://economics.niv.ru/doc/dictionary/financial-credit/index.htm.

108. Циганова Н.В. Роль довіри в контексті забезпечення капіталізації банків. Творення простору суспільної довіри в Україні XXI століття: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 17-19 лют. 2016р.). К.: ДВНЗ «Університет банківської справи», 2017. С. 503-507.

109. Циганова Н.В., Циганов С.А., Сизоненко В.А. Вплив транснаціоналізації на розвиток конкурентних відносин. *Актуальні проблеми міжнародних від-носин:* Зб. наук. пр. 2018. № 137. С. 77-88.

110. Чепінога В.Г. Економічна теорія : підручник. К.: Юрін-ком Інтер, 2011. 656 с.

111. Чиркова Е.В. Психологические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках. *Корпоративные финансы*. 2010. №1(13). С. 72-83.

112. Шавалюк Л. Поведінкова економіка. Український контекст. Тиждень.ua. 2017. URL: https://tyzhden.ua/Economics/203054.

113. Шинкаренко Р.В. Досвід державної підтримки інноваційного розвитку компаній Польщі. Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: матеріали І Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 22 черв. 2016р.) К. : КНЕУ, 2016. URL: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.

114. Шульга О. Фондовий вибух. Чому зростають акції українських компаній. НВ Бізнес. 2018. URL: https://biz.nv.ua/ukr/publications/fondovij-vibukh-chomu-zrostaje-vartist-aktsij-ukrajinskikh-kompanij-2449604.html.

115. Юхименко П.І. Інституціональні компоненти економічного зростання в Україні. *Економіка та управління АПК.* 2017. № 2. С. 133-146.

116. Юхименко П.І., Леоненко П.М. Історія економічних учень: навч. посіб. К.: Знання-Прес, 2000. 514с.

117. Як маніпулюють інформацією. Медіа Драйвер. URL: http://mediadriver.online/manipuliatsiyi_ta_propahanda/yak-manipulyuyut-informatsiyeyu/.

118. Якубенко В.Д. Базисні інститути у трансформаційній економіці: монографія. К.: КНЕУ, 2004. 252 с.

119. Яценко Н. Економіка України 1999-2008: втрачене десятиліття. zn,ua. URL: https://dt.ua/ECONOMICS/ekonomika_ukrayini_19992008_vtrachene_desyatilittya.html.

120. «Ящик» Эджворта. Economicportal. URL: http://economicportal.ru/ponyatiya-all/edgeworth_box.html.

121. 77% украинцев не доверяют банкам – Шпек. URL: http://minfin.com.ua/2017/06/15/28384248/

122. Akerlof G.A., Shiller R.J. Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism. Princeton: Princeton University Press. 2009. URL: https://press.princeton.edu/titles/8967.html.

123. Angner E. Behavioral economics, Handbook of the Philosophy of Science, 2006. Vol. 5. URL: https://www.cmu.edu/dietrich/sds/docs/loewenstein/BehavioralEconomics.pdf.

124. Arrow K.J. The Economics of Agency. Principals and Agents: The Structure of Business. Boston, 1985. P. 37-51.

125. Baerwald F. Some Reflections on the Economic Aspects of Depersonalization. *Review of Social Economy*. № 1. P. 9-15.

126. Barber, B., Odean, T. The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*. 1999. 55. P. 41-55.

127. Becker, G.S. The Economic Way of Looking at Life: In Nobel Lectures in Economic Sciences / ed. T. Persson. 1997. P. 38-58.

128. Behavioralizing Financial Planning at Financial NDA. URL: https://financialdna.com/.

129. Benartzi Sh., Thaler R.H. Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives*. 2007. №. 3. P. 81-104.

130. Benartzi Sh., Thaler R.H. Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans. *American Economic Review*. 2001. № 1. P. 79-98.

131. Bernardo A.E., Welch I. On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs. *Journal of Economics and Management Strategy*. 2001. 3. P. 301-330.

132. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*. 1992. 100. P. 992-1026.

133. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the behavior of others: Conformity, fads, and informational cascades. *The Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12. № 3. P. 151-170.

134. Blinder A.S., Ehrmann M., Fratzscher M., Haan J., Jansen D.-J. Central Bank Communication and Monetary Policy. A Survey of Theory and Evidence. Working Paper Series. 2008. № 898. 55 p.

135. Boulding, K.E. The Principle of Personal Responsibility. *Review of Social Economy*. 1954. № 1. P. 1-8.

136. Bowles S., Gintis H. A Cooperative Species: Human Reciprocity and its Evolution. Princeton University Press. URL: http://library.uniteddiversity.coop/Cooperatives/A_Cooperative_Species-Human_Reciprocity_and_Its_Evolution.pdf.

137. Carmody B. Why 96 Percent of Businesses Fail Within 10 Years. 2015. URL: https://www.inc.com/bill-carmody/why-96-of-businesses-fail-within-10-years.html.

138. Cooper A.C., Woo C.Y., Dunkelberg W.C. Entrepreneurs' Perceived Chances for Success. *Journal of Business Venturing.* 1998. № 2. P. 97-108.

139. Damodaran A. Corporate finance : theory and practice. New Delhi: Wiley. 2002. 982p.

140. De Bondt W.F., Thaler, R. Does the stock market overreact? *Journal of Finance.* 1985. Vol. 40. № 3. P. 793-805.

141. Dewing A. The Financial Policy of Corporations. N.Y.: Ronald Press. URL: https://archive.org/details/financialpolicy00dewigoog/page/n10.

142. Dirksen C.F. The Catholic Philosopher and the Catholic Economist. *Review of Social Economy.* № 1. P. 14-20.

143. Doing Business-2019: Украина поднялась на 5 позиций. ЛІГА.Бизнес. 2018. URL: https://biz.liga.net/ekonomika/all/novosti/doing-business-2019-ukraina-podnyalas-na-5-pozitsiy.

144. Eichen M., Longo J. The Practical Application of Behavioral Finance. Advisor Perspectives. 2013. URL: https://www.advisorperspectives.com/articles/2013/07/02/the-practical-application-of-behavioral-finance.

145. Fiedler, K. How to study cognitive decision algorithms: The case of the priority heuristic. *Judgment and Decision Making*, 2010. 5(1). P. 21-32.

146. Final BEPS package for reform of the international tax system to tackle tax avoidance. URL: http://www.oecd.org/ctp/beps-2015-final-reports.htm.

147. Friedman M. Capitalism and Freedom. Chicago: University of Chicago Press. URL: http://the-eye.eu/public/concen.org/UChicagoPress.Ebook.Pack-2016-PHC/9780226264219.UChicago%20Press.Capitalism%20and%20Freedom.Milton%20Friedman.Nov%2C2002.pdf.

148. Froehlich W. The Businessman as a Person: Some Aspects of Newer Theories of the Firm. *Review of Social Economy.* URL: https://www.jstor.org/stable/29767821?seq=1#page_scan_tab_contents.

149. Fromlet H. Behavioral Finance – Theory and Practical Application. *Business Economics*. 2001. 36 (3). P. 63-69.

150. Fry M.J. Money, Interest, and Banking in Economic Development. URL: https://jhupbooks.press.jhu.edu/title/money-interest-and-banking-economic-development.

151. Fuller R.J. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing.* URL: http:// www.undiscoveredmanagers.com/Sources%20of%20Alpha.htm.

152. Fuller&Thaler Asset Management, Inc. URL: https://www.fullerthaler.com/.

153. Gachter S., Herrmann B. Reciprocity, Culture and Human Cooperation: Previous Insights and a New Cross-Cultural Experiment. CeDEx Discussion Paper. 2008. № 2008-14. URL: http://beta.nottingham.ac.uk/cedex/documents/papers/2008-14.pdf.

154. Gara M. The Emergence of Non-Monetary Means of Payment in the Russian Economy. *Post Communist Economies.* 2001. 13(1). URL: https://www.researchgate.net/publication/24085888_The_Emergence_of_Non-monetary_Means_of_Payment_in_the_Russian_Economy.

155. Gervais S., Odean T. Learning to Be Overconfident. *Review of Financial Studies*. 2001. 14:1. P. 1-27.

156. Gervais, S. Capital budgeting and other investment decisions. URL: https://faculty.fuqua.duke.edu/~sgervais/Research/Papers/BookChapter.OvCapitalBudgeting.pdf.

157. Gouveia S.O., Clarke V. Optimistic bias for negative and positive events. *Health Education*. 2001. 101(5). P. 228-234.

158. Graham B., Dodd D. Security analysis. URL: http://index-of.co.uk/Hacking-Coleccion/Graham%20&%20Dodd%20-%20Security%20Analysis%20(6th%20ed).pdf.

159. Grossman S., Hart. O. Corporate financial structure and managerial incentives. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=578641.

160. Hillson D., Sobehart J.R., Ursachi I., Riedel F. Perspectives on risk management and behavioural finance. *Journal of Risk Management in Financial Institutions.* 2014. Vol 7, 2. URL: http://risk-doctor.com/docs/1404%20JRMFI%20paper%20Behavioural%20finance.pdf.

161. Hira, T.K., Mugenda O. Gender differences in financial perceptions, behaviors and satisfaction. *The Journal of Financial Planning.* 2000. 13 (2). P. 86-92.

162. Hirsch P., Michaels S., Friedman R. Clean Models vs. Dirty Hands: Why Economics Is Different from Sociology / Zukin Sh., DiMaggio P. eds. *Structures of Capital: The Social Organization of the Economy*. 1990. P. 39-56.

163. Jevons W.S. The theory of political economy. URL: https://www.palgrave.com/gp/book/9781137374141.

164. Jones E.L. The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia. URL: https://quod.lib.umich.edu/cgi/t/text/text-idx?c=acls;cc=acls;view=toc;idno=heb03233.0001.001.

165. Kahneman D. Thinking, Fast and Slow. New York: Farrar, Straus and Giroux. 2011. 499p.

166. Kahneman D., Lovallo D. Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking. *Management Science.* 1993. 39:1. P. 17-31.

167. Kahneman D., Tversky A. On the reality of cognitive illusions. *Psychological Review.* 1996. 103 (3). P. 582-591.

168. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica.* 1979. 47(2). P. 263-292.

169. Kaufman B., Lewin D., Mincer J., Cummings L. Models of man in industrial relations research: discussion. URL: https://www.jstor.org/stable/2523209?seq=1#page_scan_tab_contents.

170. Kelley D., Singer S., Herrington M. GEM 2015/16 GLOBAL REPORT. Babson College. 2016. URL: http://www.gemconsortium.org/report/49480.

171. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money. URL: https://cas2.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf.

172. Knight F. Risk, Uncertainty and Profit. URL: https://mises.org/sites/default/files/Risk,%20Uncertainty,%20and%20Profit_4.pdf.

173. Korteweg A. The Costs of Financial Distress across Industries. 2007. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1015963_code340494.pdf?abstractid=945425&mirid=1.

174. Kruger J., Dunning D. Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments. *Journal of Personality and Social Psychology*. 1999. 77 (6). P. 1121-34.

175. Kunte S. The Behavioral Continuum: What's the Best Behavioral Bias? SFA Institute. 2016. URL: https://blogs.cfainstitute.org/investor/2016/04/21/the-behavioral-continuum-whats-the-best-behavioral-bias/.

176. Kuo J. Real-World Applications of Behavioral Finance. NerdWallet. 2013. URL: https://www.nerdwallet.com/blog/investing/realworld-applications-behavioral-finance/.

177. Kuznets S. Quantitative aspects of the economic growth of nations, VIII: The distribution of income by size. *Economic Development and Cultural Change*. URL: http://piketty.pse.ens.fr/files/Kuznets1963.pdf.

178. Labudovic Stankovic J., Todorovic N. Investors' Behavior at Capital Markets. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 4(154). P. 409-418.

179. Le Bon G. The Crowd: A Stady of the Popular Mind. URL: https://archive.org/details/crowdastudypopu00bongoog/page/n6.

180. Levy, J.S. An Introduction to Prospect Theory. *Political Psychology*. 1992. 13(2). P. 171-186.

181. Liu, Q., Zhu L. Research of staff non-material motivation system. *China Management Informationization*. 2009. 2. P. 73-81.

182. Loewenstein G. Out of control: Visceral Influences on Behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*. URL: https://www.andrew.cmu.edu/user/gl20/GeorgeLoewenstein/Papers_files/pdf/Outofcontrol.pdf.

183. Loibl, C., Hira T.K., A Workplace and Gender-related Perspective on Financial Planning Information Sources and Knowledge Outcomes. *Financial Services Review*. 2006. 15 (1). P. 21-42.

184. Lovallo D., Kahneman D. Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. *Harvard Business Review*: 2003. URL: https://hbr.org/2003/07/delusions-of-success-how-optimism-undermines-executives-decisions.

185. Mandler M. Dilemmas in economic theory: Persisting foundational problems of microeconomics. New York: Oxford University Press. URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0335.00002.

186. Mascull B. Business Vocabulary in Use. Cambridge University Press. 2010. 176 p.

187. Mauss M. The Gift. The Form and Reason for Exchange in Archaic Societies. URL: https://libcom.org/files/Mauss%20-%20The%20Gift.pdf.

188. Mitchell O.S., Utkus S.P. Lessons from Behavioral Finance for Retirement Plan Design. PRC Working Paper 2003. № 2003-6. URL: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.7659&rep=rep1&type=pdf.

189. Mitchell W.C. Human Behavior and Economics: A Survey of Recent Literature. *The Quarterly Journal of Economics*. URL: https://econpapers.repec.org/article/oupqjecon/v_3a29_3ay_3a1914_3ai_3a1_3ap_3a1-47..htm.

190. Mullainathan S., Thaler R.H. Behavioral Economics: NBER Working Paper No. 1948. 2000. URL: https://www.nber.org/papers/w7948.

191. O'Boyle E.J. Requiem for Homo Economicus. *Journal of Markets & Morality*. 2007. 10(2). P. 321-337.

192. Olsen R.A. Behavioral Finance and its Implication for Stock-Price Volatility. *Financial Analysts Journal*. 1998. 54(2). P. 10-18.

193. Olsen, R.A. Behavioral Finance as science: Implications from the research of Paul Slovic. *Journal of Behavioral Finance*. 2001. 2. P. 157-159.

194. Ong W.J., Ritter J.C. In the Human Grain: Further Explorations of Contemporary Culture. URL: http://libcat.calacademy.org/title/in-the-human-grain-further-explorations-of-contemporary-culture/oclc/000231208.

195. Ovitta: Інформаційна епоха або хронічна криза індустріального віку. Наслідки для співробітників, компаній і бізнесу (новини компаній). 20 хвилин. URL: https://te.20minut.ua/novini-kompanij/ovitta-informatsiyna-epoha-abo-hronichna-kriza-industrialnogo-viku-nas-10322452.html.

196. Paul W. Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in krisenbedrohter Zeit. *Corporate Finance*. 2012. №7. P. 367-373.

197. Persky J. The Ethology of Homo Economicus. *The Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. № 2. URL: https://econpapers.repec.org/article/aeajecper/v_3a9_3ay_3a1995_3ai_3a2_3ap_3a221-31.htm.

198. Resolving Insolvency. Doing Business. The World Bank. 2018. URL: http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency.

199. Rilling J.K., Sanfey A.G., Aronson J.A., Nystrom L.E., Cohen J.D. Opposing BOLD responses to reciprocated and unreciprocated altruism in putative reward pathways: NeuroReport. 2004. 15. P. 2539-2543. URL: https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/15538191.

200. Robbins L. An essay on the nature and significance of economic science. URL: https://mises.org/library/essay-nature-and-significance-economic-science.

201. Rottella R. The Elements of Successful Trading. New York Institute of Finance. 1992. 688 p.

202. Sahlins M. Stone Age Economics. URL: https://libcom.org/files/Sahlins%20-%20Stone%20Age%20Economics.pdf.

203. Samuelson P. A note on measurement of utility. *Review of Economic Studies*. URL: https://econpapers.repec.org/article/ouprestud/v_3a4_3ay_3a1937_3ai_3a2_3ap_3a155-161..htm.

204. Samuelson P. Economics: An Introductory Analysis. URL: https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.50126/page/n3.

205. Shefrin H. Beyond Greed and Fear. Boston: Harvard Business School Press. 2000.

206. 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. № 3 URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x.

207. Shilller R.J. Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press. 2000. URL. http://www.library.fa.ru/files/Shiller2.pdf.

208. Shu S.B. Choosing for the Long Run: Making Trade-offs in Multiperiod Borrowing: Working Paper, UCLA, 2007.

209. Simon H. A Behavioral Model of Rational Choice. *Quarterly Journal of Economics*. 1955. vol. 69. URL: https://www.researchgate.net/publication/233822567_A_Behavioral_Model_of_Rational_Choice.

210. Simon H. A. Rationality as Process and as Product of Thought. The American Economic Review : Papers and Proceedings of the Ninetieth Annual Meeting of the American Economic Association. URL: http://www.business.illinois.edu/josephm/BA504_Fall%202008/Session%208/Simon%20(1978).pdf.

211. Smith A. The Theory of Moral Sentiments. URL http://metalibri.wikidot.com/title:theory-of-moral-sentiments:smith-a

212. Smith V.L. An Experimental Study of Competitive Market Behavior. *Journal of Political Economy*. http://econ.ucsb.edu/~oprea/176/Competitive.pdf.

213. Speights K. Success rate: What percentage of businesses fail in their first year. 2017. https://www.usatoday.com/story/money/business/small-business-central/2017/05/21/what-percentage-of-businesses-fail-in-their-first-year/101260716/#.

214. Statman M. Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*. 2014. Vol. 14. № 2.URL: https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.001.

215. Stiglitz J.F. Equlibrium in product markets with imperfect information. *The American economic review*. URL: https://econpapers.repec.org/article/aeaaecrev/v_3a69_3ay_3a1979_3ai_3a2_3ap_3a339-45.htm.

216. System of National Accounts 2008. United Nations Publications. Business and Economics. 2009. URL: https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp.

217. Tang D. Why People Won't Buy Your Product Even Though It's Awesome. 2013. URL: http://flevy.com/blog/why-people-wont-buy-your-product-even-though-its-awesome/.

218. The Global Entrepreneurship Index 2018. The Global Entrepreneurship and Development Institute. URL: https://www.researchgate.net/publication/322757639_The_Global_Entrepreneurship_Index_2018.

219. Tversky A., Kahneman D. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*. 1973. 5 (2). URL: https://www.semanticscholar.org/paper/Availability%3A-A-heuristic-for-judging-frequency-and-Tversky-Kahneman/4140e7481c2599604b14fcd04625274022583631.

220. Tversky A., Kahneman D. Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment. *Psychological Review*. 1983. 90. URL: https://psycnet.apa.org/record/1984-03110-001.

221. Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*. 1974. Vol. 185. № 4157. URL: http://psiexp.ss.uci.edu/research/teaching/Tversky_Kahneman_1974.pdf.

222. Wicksteed Ph.H. The Common sense of political economy and selected papers and reviews on economic theory. URL: https://mises-media.s3.amazonaws.com/The%20Common%20Sense%20of%20Political%20Economy%2C%20Volume%201_2.pdf.

223. Wilcox J., Wilcox E., Cowan K. Communication Creatively in Conflict Situation. *Management Solution*. 1986. October. P. 18-24.

224. Woolley S. Wanted: Big Returns, Low Risk. (And Millennials? They Want 10.2%). Bloomberg. 2016. URL: http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-16/wanted-big-returns-low-risk-and-millennials-they-want-10-2.

225. Xiao, J.J., O'Neill B. Application of the Transtheoretical Model of Change to Financial Behavior. Consumer Interests Annual, 2001. 47.

226. Zweig J. Five Investing Lessons from America's Top Pension Fund. *Money*. 1998. January. P. 115-118.

ДОДАТОК А

Дані для виявлення поведінкових упереджень суб'єктів реального сектору економіки України у 90-тих роках XX ст.*

Рис. А.1.

Динаміка показника кредитів банків до надходжень підприємств за 1993-2000 рр., %

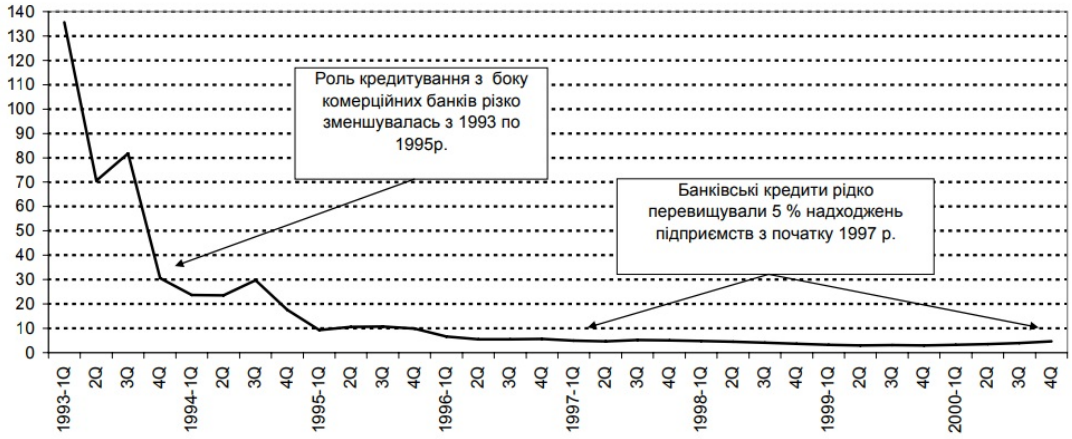


Рис. А.2.

Динаміка показників депозитів до запитання та пропозиції грошей до ВВП («фінансова глибина») за 1991-1999 рр., %

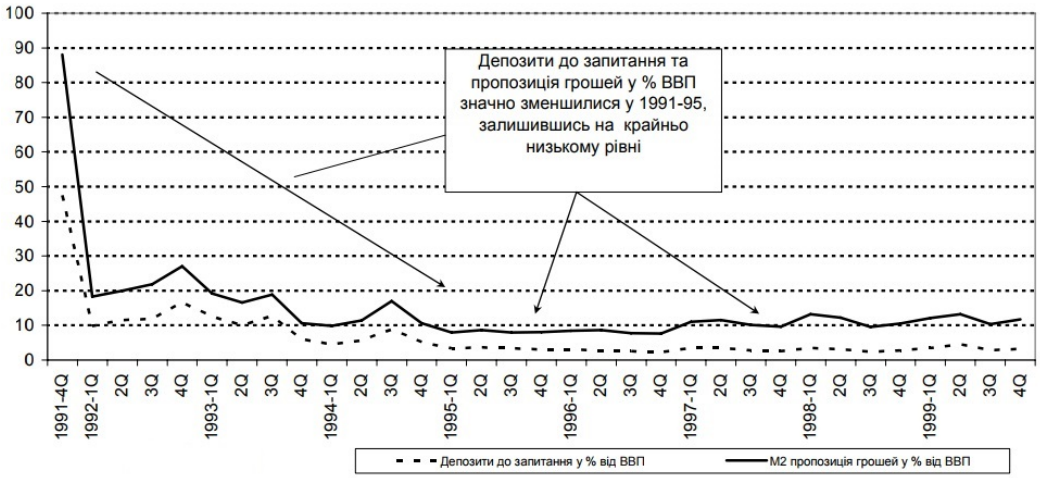
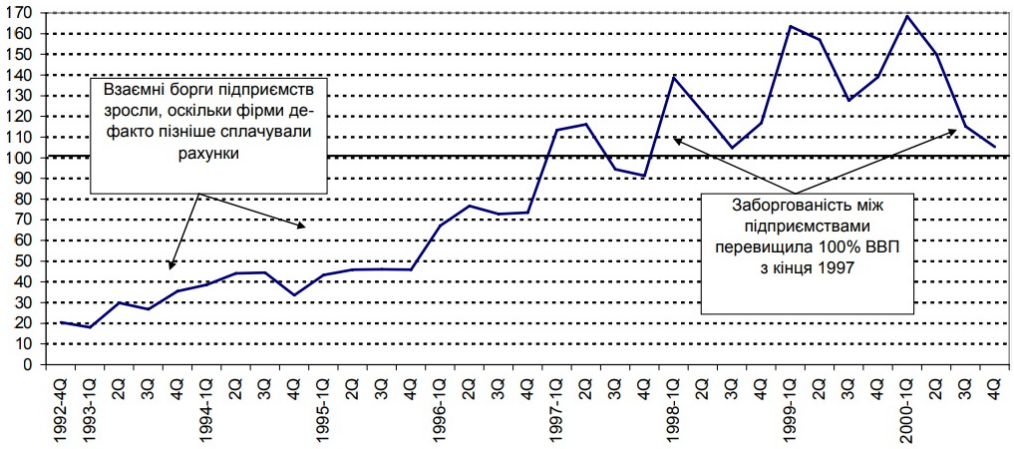


Рис. А.3.

Динаміка показника заборгованості між підприємствами до ВВП за 1992-2000 рр., %

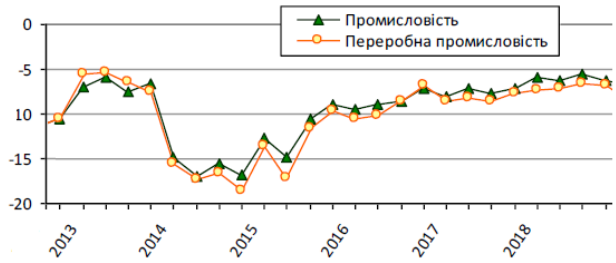


* *Джерело: [42]*

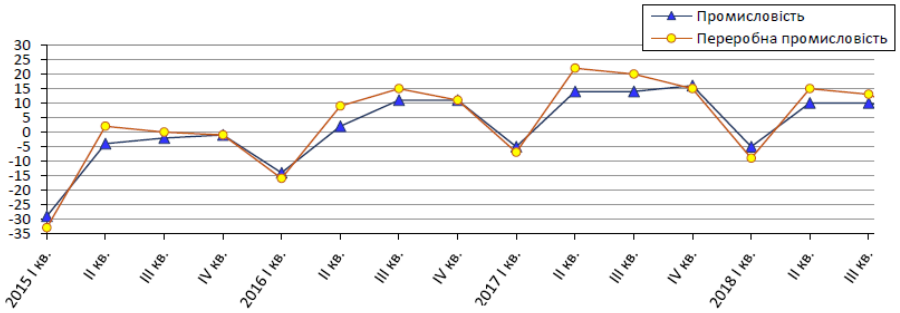
ДОДАТОК Б

Сезонно скориговані (для всіх показників крім оцінки змін обсягу виробництва продукції у промисловості за попередні 3 місяці) значення балансів складових для розрахунку індикатора ділової впевненості у промисловості, %

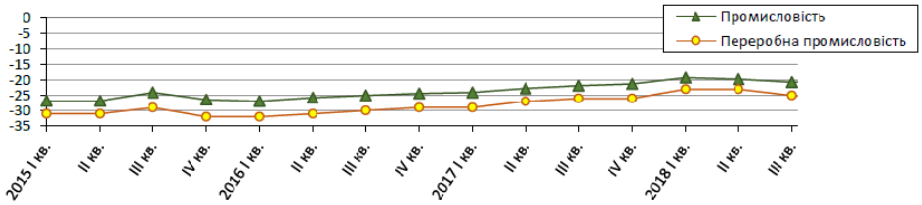
Оцінка поточного обсягу замовлень на виробництво продукції (попиту) в промисловості



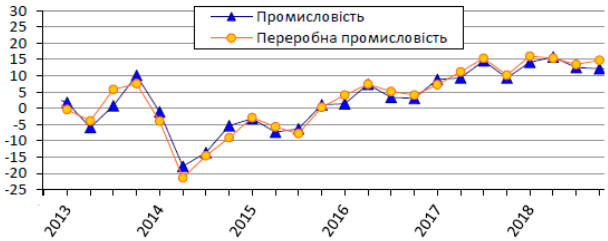
Оцінка поточного обсягу запасів готової продукції у промисловості



Оцінка змін обсягу виробництва продукції у промисловості за попередні 3 місяці



Оцінка поточного обсягу іноземних замовлень на виробництво продукції (експортного попиту) в промисловості



Очікувані зміни обсягу виробництва продукції у промисловості

Джерело: [84]

ДОДАТОК В

Результати опитування промислових підприємств у липні 2018 р. (відсотків до загальної кількості опитаних підприємств)

	Результати опитування 1535 підприємств						
Промисловість (секції B-E, крім класів 35.14, 35.23 за КВЕД-2010)	**Як змінилися за квітень-червень 2018р.:**	збільшився	не змінився	зменшився	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	35	40	25	0	10	*15*
	обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	29	48	23	0	6	15
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	65	33	1	-32	0
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		0	29	21	50	-21	*-2*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг запасів готової продукції	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає запасів готової продукції	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		3	62	8	27	-5	1
	Як, на Вашу думку, зміняться у липні-вересні 2018р.:	більше	без змін	менше	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	31	56	13	0	18	-6
	відпускні ціни на продукцію	30	67	3	0	27	*-6*
	кількість працівників	14	75	11	0	3	*-1*
	Як, на Вашу думку, зміниться обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у липні-вересні 2018р.	збіль-шиться	не зміниться	змен-шиться	не буде експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		9	35	6	50	3	-6
	Як Ви оцінюєте виробничі потужності, враховуючи поточний обсяг замовлень та очікувані зміни попиту у липні-вересні 2018р.	більш ніж достатньо	достатньо	недостат-ньо	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		12	78	9	1	3	-2
	Як змінилась конкурентна позиція на внутрішньому ринку за квітень-червень 2018р.	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		5	86	7	2	-2	*1*
	Як змінилась конкурентна позиція на зовнішніх ринках за квітень-червень 2018р.:	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	у межах ЄС	3	38	4	55	-1	*-1*
	за межами ЄС	3	39	4	54	-1	*-1*

Продовження Додатку В

	Результати опитування 88 підприємств						
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів (секція В за КВЕД-2010)	**Як змінилися за квітень-червень 2018р.:**	збіль-шився	не змінився	змен-шився	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	35	43	21	1	14	*12*
	обсяг замовлень на вироб-ництво продукції (попит)	26	65	9	0	17	*15*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		2	72	25	1	-23	*6*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	25	9	65	-8	*0*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг запасів готової продукції	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає запасів готової продукції	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		3	64	5	28	-2	*1*
	Як, на Вашу думку, зміняться у липні-вересні 2018р.:	більше	без змін	менше	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	28	66	5	1	23	*-8*
	відпускні ціни на продукцію	23	72	5	0	18	*-1*
	кількість працівників	8	84	7	1	1	*-1*
	Як, на Вашу думку, зміниться обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у липні-вересні 2018р.	збіль-шиться	не зміниться	змен-шиться	не буде експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		2	31	3	64	-1	*-7*
	Як Ви оцінюєте виробничі потужності, враховуючи поточний обсяг замовлень на продукцію та очікувані зміни попиту у липні-вересні 2018р.	більш ніж достатньо	достатньо	недостат-ньо	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		3	78	17	2	-14	*-4*
	Як змінилась конкурентна позиція на внутрішньому ринку за квітень-червень 2018р.	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		5	88	7	0	-2	*4*
	Як змінилась конкурентна позиція на зовнішніх ринках за квітень-червень 2018р.:	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	у межах ЄС	0	31	2	67	-2	*-1*
	за межами ЄС	0	33	1	66	-1	*-1*

Продовження Додатку В

	Результати опитування 1225 підприємств						
Переробна промисловість (секція С за КВЕД-2010)	**Як змінилися за квітень-червень 2018р.:**	збіль-шився	не змінився	змен-шився	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	38	39	23	0	15	*24*
	обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	32	45	23	0	9	*22*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	63	35	1	-34	*1*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	33	26	40	-25	*-2*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг запасів готової продукції	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає запасів готової продукції	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		3	69	9	19	-6	*1*
	Як, на Вашу думку, зміняться у липні-вересні 2018р.:	більше	без змін	менше	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	33	54	12	1	21	*-10*
	відпускні ціни на продукцію	30	67	3	0	27	*-6*
	кількість працівників	16	73	11	0	5	*-3*
	Як, на Вашу думку, зміниться обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у липні-вересні 2018р.	збіль-шиться	не зміниться	змен-шиться	не буде експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		12	41	8	39	4	*-7*
	Як Ви оцінюєте виробничі потужності, враховуючи поточний обсяг замовлень на продукцію та очікувані зміни попиту у липні-вересні 2018р.	більш ніж достатньо	достатньо	недостат-ньо	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		13	78	8	1	5	*-2*
	Як змінилась конкурентна позиція на внутрішньому ринку за квітень-червень 2018р.	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		6	85	8	1	-2	*0*
	Як змінилась конкурентна позиція на зовнішніх ринках за квітень-червень 2018р.:	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	у межах ЄС	4	45	5	46	-1	*-1*
	за межами ЄС	3	46	5	46	-2	*-1*

Продовження Додатку В

Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційова-ного повітря (секція D, крім класів 35.14, 35.23 за КВЕД-2010)

Результати опитування 119 підприємств						
Як змінилися за квітень-червень 2018р.:	збіль-шився	не змінився	змен-шився	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
обсяг виробництва продукції	9	31	58	2	-49	*-86*
обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	7	46	45	2	-38	*-58*
Як Ви оцінюєте поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	1	70	29	0	-28	*-5*
Як Ви оцінюєте поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	0	1	1	98	-1	*-1*
Як Ви оцінюєте поточний обсяг запасів готової продукції	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає запасів готової продукції	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	1	13	1	85	0	*0*
Як, на Вашу думку, зміняться у липні-вересні 2018р.:	більше	без змін	менше	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
обсяг виробництва продукції	20	50	28	2	-8	*45*
відпускні ціни на продукцію	35	60	4	1	31	*-4*
кількість працівників	3	75	21	1	-18	*26*
Як, на Вашу думку, зміниться обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у липні-вересні 2018р.	збіль-шиться	не зміниться	змен-шиться	не буде експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	1	0	0	99	1	*2*
Як Ви оцінюєте виробничі потужності, враховуючи поточний обсяг замовлень на продукцію та очікувані зміни попиту у липні-вересні 2018р.	більш ніж достатньо	достатньо	недостат-ньо	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	13	76	8	3	5	*-5*
Як змінилась конкурентна позиція на внутрішньому ринку за квітень-червень 2018р.	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	0	92	3	5	-3	*4*
Як змінилась конкурентна позиція на зовнішніх ринках за квітень-червень 2018р.:	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
у межах ЄС	0	1	0	99	0	*-1*
за межами ЄС	0	1	0	99	0	*0*

Продовження Додатку В

Водопостачання, каналізація, поводження з відходами (секція Е за КВЕД-2010)	*Результати опитування 103 підприємств*						
	Як змінилися за квітень-червень 2018р.:	збіль-шився	не змінився	змен-шився	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	28	58	13	1	15	*23*
	обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	19	68	12	1	7	*19*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг замовлень на виробництво продукції (попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		0	79	20	1	-20	*-2*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит)	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		0	6	1	93	-1	*1*
	Як Ви оцінюєте поточний обсяг запасів готової продукції	вище норми	достатній (нормаль-ний для сезону)	нижче норми	немає запасів готової продукції	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	35	2	62	-1	*0*
	Як, на Вашу думку, зміняться у липні-вересні 2018р.:	більше	без змін	менше	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	обсяг виробництва продукції	16	77	7	0	9	*-15*
	відпускні ціни на продукцію	33	63	4	0	29	*-4*
	кількість працівників	10	85	5	0	5	*-5*
	Як, на Вашу думку, зміниться обсяг іноземних замовлень на виробництво продукції (експортний попит) у липні-вересні 2018р.	збіль-шиться	не зміниться	змен-шиться	не буде експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		0	3	1	96	-1	*-1*
	Як Ви оцінюєте виробничі потужності, враховуючи поточний обсяг замовлень на продукцію та очікувані зміни попиту у липні-вересні 2018р.	більш ніж достатньо	достатньо	недостат-ньо	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		7	82	11	0	-4	*-4*
	Як змінилась конкурентна позиція на внутрішньому ринку за квітень-червень 2018р.	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	не відповіли	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
		1	94	2	3	-1	*1*
	Як змінилась конкурентна позиція на зовнішніх ринках за квітень-червень 2018р.:	поліпши-лась	не змінилась	погірши-лась	немає експорту	баланс	*зміна балансу до II кв. 2018, в.п.*
	у межах ЄС	0	7	1	92	-1	*-1*
	за межами ЄС	0	6	0	94	0	*0*

Джерело: [84]

ДОДАТОК Д

Модифікація впливу поведінкових упереджень при прийнятті фінансових рішень

Перевірка джерела інформацій	Згідно з консенсусом, чи використовуєте ви прогноз аутсайдера (меншості)? Чи є останні новини чи фігури з однієї теми? Ви маєте справу / обговорення з «гравцем» або традиційно більш обережним радником / партнером?
Намагання отримати ексклюзивну інформацію	Інформація, яка не читається усіма, може бути важливою. Досліджуйте думки меншості та перевіряйте їх правдоподібність.
Фундаментальний аналіз? Перевірте!	Фундаментальний аналіз може іноді призводити до неправильних висновків, особливо на валютних ринках. Психологічний настрій на ринку може бути більш впливовим, ніж основні фінансові чинники.
Ваші консультанти надзвичайно самовпевнені?	Будьте обережні. Зокрема, якщо вже існує низка хороших результатів у «циклі рекомендацій». Чи часто аналітик має відношення до інших думок або лише до тих, хто підтверджує свої власні висновки?
Розмовляти зі стратегічними опонентами	Уникайте загальної тенденції споглядати аргументи тільки інших агентів, які відповідають вашим власним положенням.
Ви самовпевнені?	Ви відчуваєте падіння власних активів занадто довго, нехтуючи негативними новинами про ваші інвестиції?
Порівняти позитивні та негативні погляди	Спробуйте з'ясувати, хто відповідає за найбільш оптимістичні та найбільш песимістичні судження на ринку - і чому!
Скидання якоря (прив’язка) може бути ризиковим	Прив'язка до очікування може бути розумною, але якість закріпленого матеріалу / фігури може бути недостатньою та повинна бути перевірена, якщо можливо.
Наскільки давньою є інформація для прогнозу	Досвід та дослідження з поведінкових фінансів показали, що деякі аналітики неохоче змінюють застарілий прогноз.
Наскільки сильним є стадний інстинкт (поведінка, менталітет)	Сильні рухи стада протягом тривалого часу підвищують ризик ірраціонального розростання. Подумайте, можливо ви пізно приєднуєтеся до «клубу».
Правильне читання фінансових новин	Важливе інформація повідомляється позитивно, нейтрально чи негативно; і як це співвідноситься з вашою позицією?
Останні новини відповідають вашій стратегії?	Останні новини є завжди дуже важливими, оскільки присутній ризик недо- або над реакції.
Розуміння цифр	Знання та розуміння чисел дає психологічну перевагу в інвестиційних дискусіях та рішеннях
Осмільтесь на питання в рекомендаціях	Запитування аргументів змушує радників стати більш точними та витонченими у своїх аналізах - класичне застосування поведінкових фінансів.
Використання поведінкових фінансів як стратегічного інструменту	Знання про поведінкові фінанси можуть допомогти уникнути поганих інвестицій. Це може стати для вас стратегічною допомогою - але навряд чи допомогою у виборі індивідуального переможного пакета цінних паперів. Не забувайте аналізувати силу вашої «домашньої упередженості».
Нарешті: щось виглядає нераціонально?	Подумайте двічі – ваша інтуїція можу виявитися правдивою

Джерело: [149]

ДОДАТОК Е

ЧЕРНІВЕЦЬКА ФІЛІЯ
ПриватБанк

Від 29.09.2017 № 941-02
На № _____ від _____

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
аспіранта кафедри фінансів і кредиту
Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича
Кузьмук Світлани Григорівни

Критичний аналіз наукових результатів у сфері біхевіористичних фінансів з позицій теоретичної концептуалізації та використання в економіці, отриманих Кузьмук С.Г. при підготовці дисертаційного дослідження, дозволяє констатувати, що вони представляють інтерес для ЧФ АТ КБ «ПриватБанк».

Описані дисертантом відхилення від раціонального прийняття фінансових рішень будуть братися до уваги ЧФ АТ КБ «ПриватБанк» при вдосконаленні маркетингової політики, яка враховує поведінкові (у тому числі когнітивні) упередження споживачів фінансових послуг у процесі прийняття рішення щодо вибору фінансової установи. Висновки та пропозиції, що сформовані Кузьмук Світланою Григорівною у дисертаційній роботі в аспекті вищезазначеної проблематики, плануються використати у поточній діяльності ЧФ АТ КБ «Приватбанк».

Директор Чернівецької філії
АТ КБ «ПриватБанк» **Маховіков Є.С.**

58005, Україна, Чернівці,
Стасюка, 14 а.

Тел./факс: (0372) 58-45-00

ДОДАТОК Ж

Кредитна спілка "НАШІ ЛЮДИ"
Свідоцтво про державну реєстрацію серія КС № 170 від 13.05.2004 р.

7.12.2017р. № 34

ДОВІДКА
про впровадження результатів наукового дослідження
аспірантки кафедри фінансів і кредиту
Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича
Кузьмук Світлани Григорівни

Теоретичні висновки та практичні пропозиції, які містить наукове дослідження в сфері біхевіористичних фінансів з позицій закономірностей їх використання в економіці аспірантки кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича Кузьмук Світлани Григорівни, визнані корисними для роботи КС «Наші люди».

Зокрема, окремі положення та рекомендації, подані у науковому дослідженні, які стосуються недоліків кредитного механізму фінансового забезпечення корпоративного сектору та системи прийняття фінансових рішень щодо вибору джерел фінансування, застосовано при формуванні кредитної політики.

Голова Правління КС «Наші люди» Ільїн Олег Петрович

Телефон: **(0372) 584004** Електронна пошта: **nashi_ludy@ukr.net** Код ЄДРПУО: **26036171**
Адреса: 58001, м. Чернівці, вул. Героїв Майдану, 31

ДОДАТОК З

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ

розма

Україна, 58000, м. Чернівці, вул. Прутська, 29
тел. (0372) 52-53-15, 52-24-64 факс (0372) 52-31-59
E-mail: tovrozma@mail.ru

Від 20.09.2018 № 347/14

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження аспірантки кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича Кузьмук Світлани Григорівни на тему: «Біхевіористичні фінанси: теоретична концептуалізація та закономірності використання в економіці»

Теоретичні висновки та практичні рекомендації, подані в дисертаційному дослідженні Світлани Григорівни Кузьмук, аспірантки кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича, на тему «Біхевіористичні фінанси: теоретична концептуалізація та закономірності використання в економіці» використані у процесі стратегічного планування ТОВ «Розма».

Методичні рекомендації щодо забезпечення мінімізації поведінкових упереджень у процесі прийняття фінансових рішень визнані корисними та перспективними для формування успішної інвестиційної стратегії в умовах ринку.

Директор ТОВ «Розма» Чеботарьова Л. Д.

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ м. Чернівці РОЗМА №1 Код 34573814 Україна

ДОДАТОК К

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ЮРІЯ ФЕДЬКОВИЧА

58002, м.Чернівці, вул. М.Коцюбинського, 2, тел. (0372) 584810, 584811, факс (0372) 552914, e-mail: rector@chnu.edu.ua

03.05.2019 № 15/18-1126

На №

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційного дослідження аспіранта кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича Кузьмук Світлани Григорівни на тему: «Біхевіористичні фінанси: теоретична концептуалізація та закономірності використання в економіці»

Результати науково-дослідної роботи аспіранта кафедри фінансів і кредиту Кузьмук С.Г. за темою дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук «Біхевіористичні фінанси: теоретична концептуалізація та закономірності використання в економіці» були впроваджені у навчальний процес при викладанні курсів «Фінансова безпека бізнесу», «Фінанси підприємств», «Філософія фінансів», «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання».

Основні положення даного дисертаційного дослідження стосуються вдосконалення понятійно-категорійного апарату теорії біхевіористичних фінансів, поглиблення методичних підходів до оцінки впливу психологічних чинників на процес прийняття економічних рішень на рівні господарюючих суб'єктів та розробки фінансових стратегій підприємств.

Найважливіші результати дисертаційного дослідження доповідалися автором і були обговорені на науковому семінарі професорсько-викладацького складу кафедри фінансів і кредиту ЧНУ імені Ю. Федьковича. (протокол №2 від 25 вересня 2018 року).

Проректор з наукової роботи
Чернівецького національного університету
імені Юрія Федьковича,
д.х.н., проф. Фочук П.М.

Вик.: проф. П.О. Нікіфоров

ДОДАТОК Л

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації

У монографіях

1. Кузьмук С.Г. Досвід практичного застосування біхевіористичної концепції у фінансах та особливості його використання в Україні. Сучасні тенденції інституціональних трансформацій фінансової системи України: кол. монографія / за заг. ред. П.О. Нікіфорова. Чернівці: Технодрук, 2018. С. 168-179. *(0,6 друк. арк.).*

Статті у наукових фахових виданнях України

2. Нікіфоров П.О., **Кузьмук С.Г.** Економічна людина та біхевіористична концепція теоретичних досліджень у фінансовій науці. *Науковий вісник Чернівецького університету: Економіка: зб. наук. пр*. Чернівці: Черн. нац. ун-т ім. Ю. Федьковича, 2016. Вип. 773-774. С. 3–7. *(0,6 друк. арк.) (Особистий внесок автора 0,5 друк. арк.: розглянуто специфіку трансформації економічного мислення науковців у контексті формулювання універсальної моделі поведінки людини та досліджено критику моделі «homo econotiсus»).*

3. Кузьмук С.Г. Еволюція концепцій та парадигм фінансів підприємств і сучасні напрямки їх дослідження. *Економіка. Фінанси. Право*. К.: Аналітик. 2016. №10/2’2016. С. 18-22. *(0,5 друк. арк.).*

4. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень українськими менеджерами: вхідні дані для побудови моделі. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління.* 2018. № 6 (17). URL: http://www.easterneurope-ebm.in.ua/index.php/17-2018-ukr. *(0,7 друк. арк.)*

Статті у наукових фахових виданнях України, включених до міжнародних наукометричних баз даних

5. Кузьмук С.Г. Прийняття фінансових рішень в умовах невизначеності: поведінковий аспект. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. Одеса: Міжнар. гуманіт. ун-т. 2017. № 26. С. 88-91. *(0,6 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

Продовження Додатку Л

6. Кузьмук С.Г. Інформація як економічний ресурс та її вплив на успішність бізнесу в рамках реального сектору економіки України. *Вісник Маріупольського державного університету. Серія: економіка.* Маріуполь: Маріуп. держ. ун-т. 2017. Вип.13. С. 32-37. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus International).*

7. Кузьмук С.Г. Оптимістичні упередження українських управлінців. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство.* Ужгород: ДВНЗ «Ужгор. нац. ун-т». 2017. Вип.15. С. 163-168. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

8. Кузьмук С.Г. Розвиток Причорноморського регіону: біхевіористичний аспект. *Причорноморські економічні студії.* Одеса: Причорн. наук.-досл. ін-т екон. та іннов. 2017. Вип. 23. С. 120-123. *(0,5 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

9. Кузьмук С.Г. Соціалізація економіки в контексті трансформаційних зрушень в економіці. *Економічна теорія*. 2018. №2. URL: http://etet.org.ua/?page_id=189&mode=view&lang=uk&year=2018&issueno=2. *(1,1 друк. арк.) (Включено до міжнародних наукометричних каталогів та баз даних: Index Copernicus).*

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

10. Кузьмук С.Г. Раціональна ірраціональність у фінансовій науці. Економічні та інноваційні процеси: стан, перспективи та розвиток: м-ли Міжн. наук.-практ. конф. (м. Ужгород, 6-7 трав. 2016 р.). Ужгород: Видавничий дім «Гельветика», 2016. С. 143-145. *(0,3 друк. арк.) (форма участі – заочна).*

11. Кузьмук С.Г. Теорія поведінкових фінансів: ретроспективний аналіз. Наукова спадщина Йозефа Алоїза Шумпетера і сучасність: погляд із минулого в майбутнє: м-ли III Міжн. Шумпет. конф. (м. Чернівці, 21-22 жовт. 2016 р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2016. С. 227-230. *(0,3 друк. арк.) (форма участі – очна).*

Продовження Додатку Л

12. Кузьмук С.Г. Дослідження теорій корпоративних фінансів: базові та поведінкові концепції. Європейська інтеграція: історичний досвід та економічні перспективи: м-ли Міжн. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 3-4 бер. 2017 р.). Одеса: ОНУ ім. І.Мечникова, 2017. С. 190-193. *(0,3 друк. арк.) (форма участі – очна)*.

13. Кузьмук С.Г. Психологічні помилки в біхевіористичних фінансах. Інституційний розвиток соціально-економічних систем: національна економіка у глобальному середовищі: м-ли IX Міжн. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 20-21 квіт. 2017 р.). Полтава: ВНЗУ ПУЕТ, 2017. С. 16-18. *(0,2 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.

14. Кузьмук С.Г. Аналіз моделі фінансової поведінки в теорії корпоративних фінансів. Integration of Business Structures: Strategies and Technologies: International Scientific-Practical Conference (Tbilisi, February 24, 2017). Tbilisi: Sulchan-Saba Orbeliani Teaching University, 2017. P. 171-174. *(0,2 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.

15. Кузьмук С.Г. Аналіз формування інвестиційних рішень під впливом поведінкових факторів. Міжнародний досвід інвестиційної діяльності та його адаптація в Україні: м-ли Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Київ, 19 трав. 2017 р.). Київ: ННЦ Інститут аграрної економіки, 2017. С. 81-84. *(0,2 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.

16. Кузьмук С.Г. Виклики біхевіористичної концепції у фінансах: роль інформації. Перспективи розвитку національної економіки в умовах змін ринкового середовища: м-ли Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 11-12 серп. 2017 р.). Одеса: Центр екон. досл. та розв., 2017. С. 82-85. *(0,3 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.

17. Кузьмук С.Г. Відкриття нового бізнесу як прояв менеджерського оптимізму: реалії українських підприємств. Модернізація економіки та фінансової системи країни: актуальні проблеми та перспективи: м-ли Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 29-30 вер. 2017 р.). Дніпро: ПДАБА, 2017. Ч. 2. С. 63-66. *(0,2 друк. арк.) (форма участі – очна)*.

Продовження Додатку Л

18. Кузьмук С.Г. Сталий розвиток: біхевіористичних аспект. Сталий розвиток місцевих громад: роль економічної освіти та науки: м-ли наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 9-10 лист. 2017 р.). Чернівці: ЧНУ ім. Ю.Федьковича, 2017. С. 35-38. *(0,2 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.

19. Кузьмук С.Г. Застосування поведінкових фінансів для уникнення інвестиційних помилок. Економічна система України в умовах глобалізаційних викликів XXI століття: м-ли Міжн. наук.-практ. конф. (м. Чернівці, 10 квіт. 2018 р.). Чернівці: БЦЕОБ, 2018. С. 103-106. *(0,3 друк. арк.) (форма участі – заочна)*.