

## МОДЕЛІ ПОВЕДІНКИ ІНВЕСТОРІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

**О. М. ВАРЧЕНКО**, доктор економічних наук

**І. В. АРТІМОНОВА**, кандидат економічних наук

**К. В. ТКАЧЕНКО**, кандидат економічних наук

**О. О. ВАРЧЕНКО**, доктор філософії

**Білоцерківський національний аграрний університет**

*У статті узагальнено підходи до формування моделі поведінки інвесторів та ідентифіковано причино-наслідкові зв'язки між діями окремих гравців фінансового ринку, виділено їх стійкі пріоритети та ірраціональні складові поведінки, а також кон'юнктурою ринку та набутим досвідом. Аргументовано, що в нестабільних умовах поведінка та думка окремих інвесторів трансформується в колективну поведінку та настрої ринку на основі яких формуються стійкі переваги інвесторів: макроекономічний стан країни, зрілість ринку, політичний і соціальний устрій суспільства, ціннісні складові, якість життя, людський капітал. Представлено класифікацію моделей поведінки інвесторів на ринках, що розвиваються. Виділено і охарактеризовано азіатська, ісламська, латиноамериканську та пострадянську моделі, виділено подібність та відмінність між ними.*

**Ключові слова:** моделі поведінки, інвестори, фінансовий ринок, ризик, дохідність, ліквідність.

**Постановка проблеми.** Фінансовий ринок у будь-якій державі відіграє важливу роль у консолідації, ефективному розподілі та перерозподілі капіталу, активізації діяльності усіх його суб'єктів за умови сприятливої кон'юнктури та сприяє економічному зростанню окремих галузей та економіки країни в цілому. Це свідчить про необхідність формування стратегічної програми щодо довгострокового залучення внутрішніх та зовнішніх інвесторів на український фондовий ринок та створення сприятливих умов для вкладення капіталу у нього.

Очевидно, що нинішні умови функціонування фондового ринку України внаслідок макроекономічних, геополітичних та інституціональних чинників зумовлюють недостатню його інвестиційну привабливість. Посилення міжнародної кризи, пов'язаної із поширенням коронавірусної інфекції ставить перед країною нові виклики та загрози з точки зору збереження економічної стійкості.

Актуальним є прийняття та реалізація положень Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року, у якій визначено цілі, очікувані результати та інструменти її реалізації [1]. Вважаємо, що одним із важливих завдань щодо активізації розвитку фондового ринку в Україні є орієнтація його розвитку у напрямі прозорості, що забезпечується розпочатою системною

роботи регулятора Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) що мінімізації проявів маніпуляцій. Так, упродовж 2015–2019 рр. було зупинено обіг цінних паперів 49 емітентів через ознаки фіктивності, зупинено торгівлю цінними паперами 273 емітентів, анульовано 136 ліцензій на провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Окрім цього відбулося зменшення неринкових угод на організованому ринку, обсяг торгів акціями та облігаціями підприємств на організованому ринку скоротився у 2018 р. на 80 % порівняно з 2014 роком [1].

Однак, незважаючи на регулівні дії важливо сформулювати портрет суб'єктів ринку, зрозуміти причини входу на ринок та виходу з нього, раціональне співвідношення «ризик-дохідність-ліквідність» для цінних паперів, привабливих фінансових інструментів, тощо. Це є важливим завданням, оскільки на сьогодні економіка країни потребує залучення стратегічних інвесторів із довгостроковими інвестиціями, оскільки саме за такий вид інвестицій є драйвером економічного зростання [3]. Саме тому узагальнення теоретичних аспектів щодо поведінки інвесторів на фондових ринках та розробка практичних рекомендацій активізації їхньої діяльності є актуальною.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вивченням поведінки інвесторів займалися провідні світові дослідники, серед яких доцільно виділити наступних: А. Шлейфер, Р. Талер, Д. Канеман, А. Тверські, Х. Шефрін, М. Статман, Ю. Фама, К. Френч, М. Бейкер, Д. Вурглер, Д. Браун, М. Кліфф, Т. Ховард та інші.

Питання розвитку вітчизняного фінансового ринку і поведінки інвесторів на ньому представлено у працях таких українських дослідників: Баранова В. [4], Іоргачова М. [5], Котляр О. [6], Смирновової О. [7], Стецько М. [8]. Однак фінансовий ринок перебуває під впливом численних чинників зовнішнього та внутрішнього середовища, їх мінливість змінює відповідно поведінку суб'єктів ринку, в тому числі інвесторів, що потребує проведення відповідних досліджень.

**Метою дослідження** є узагальнення теоретичних засад поведінкових фінансів та обґрунтування моделей поведінки інвесторів з метою розробки напрямів щодо їх залучення на вітчизняний фінансовий ринок.

**Методика досліджень.** Вивчення поведінки інвесторів базується на теорії поведінкових фінансів та припущенні про те, що найбільш значимим фактором, який визначає динаміку фінансових ринків, є поведінка його суб'єктів. При проведенні дослідження використано загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання. Так, абстрактно-логічний та монографічний методи використовувалися в процесі узагальнення наукової літератури та формування висновків дослідження. Метод системного аналізу, індукції та дедукції при систематизації підходів тлумачення поняття фінансової поведінки інвесторів, виділенні її особливостей, що дозволило визначити основні проблеми фінансового ринку України, а також виявити деструктивні та стимулівні чинники його розвитку.

**Результати досліджень.** У більш загальному розумінні поведінку інвесторів можна розглядати на основі цілеорієнтованих та усвідомлених дій, які спрямовані на збереження капіталу та одержання доходу на основі здійснення фінансових вкладень. Очевидно, що поведінка інвесторів перебуває під впливом таких чинників, як економічні інтереси, особистісні характеристики, набутий досвід, здатність до адаптації, соціальні норми, культура та традиції. Поведінка інституціональних інвесторів, окрім вищезазначених, які впливають на управлінські рішення, визначається організаційною формою інституту, його стратегією, інструментами державного регулювання його діяльності. Отже, поведінка інвесторів на фінансовому ринку є не лише індивідуальною, але й колективною, оскільки вони функціонують під впливом інструментів регулювання, взаємно пристосовуючи індивідуальну поведінку. Доказом цього є позиція Г. Блумера, який вважав, що колективна поведінка формується на основі спільних очікувань, які поділяються групою індивідів. Зокрема, біржова паніка є елементарною (неорганізованою) формою колективної поведінки [9, с. 166–212].

Модель поведінки інвесторів визначається їхніми бажання та вимогами щодо допустимого рівня ризику, доходності, ліквідності, схильності до вкладення капіталу в окремі фінансові інструменти та послідовними їх діями, які є характерними для групи гравців на фінансовому ринку. Поведінка індивідів, на думку Б. Скіннера, пояснюється системою стимулів та контролем, направлених на людину з боку державних, економічних, освітніх і релігійних інститутів, сім'ї, колег, роботодавців, а також системою культурних та етичних норм, які є характерними для конкретної країни та соціальних верств [10, с. 297–425]. Вивчення економічної поведінки приділено увагу у численних дослідженнях, згідно яким структура власності у країні, а також характеристики фондового ринку визначаються ступенем прийняття ризику населенням, рівнем контролю і захищеності з боку держави та корпорацій, характеристиками населення, їх релігійними та соціокультурними факторами, схильністю до заощаджень [11]. Узагальнену схему формування поведінки інвесторів на фінансовому ринку представлено на рис. 1.

Зазначимо, що настрої ринку це агрегована думка окремих інвесторів про майбутні грошових потоків та рівні ризику. Так, М. Бейкер и Д. Вурглер визначають настрої ринку, як схильність спекулювати на оптимізмі або песимізмі відносно певного активу [12]. Ми поділяємо позицію, що моделі поведінки інвестора формується під впливом інституціональної структури макроекономіки, фінансового сектору, а також культурно-релігійних цінностей, політичного і соціального устрою суспільства, стереотипів масової поведінки, якості життя і людського капіталу на моделі поведінки на фінансовому ринку. Вважаємо за доцільне розглянути моделі поведінки інвесторів на фінансових ринках у провідних країнах світу, серед яких можна виділити англо-саксонську (Великобританія, Ірландія), континентально-європейську (Німеччина, Франція та інші країни Західної Європи), скандинавську (Швеція, Данія, Норвегія, Фінляндія) і швейцарську.



**Рис.1. Узагальнена схема формування поведінки інвесторів на фінансовому ринку**

*Джерело: узагальнено авторами.*

Для всіх цих моделей поведінки інвесторів характерними є довгострокові інвестиційні вкладення, які зумовлюються високою тривалістю життя, а також зрілістю ринку. Зазначимо, що зрілий фінансовий ринок характеризується стабільною кон'юктурою і високою активністю його учасників. Для фінансового сектору цих країн характерним є високий рівень відношення банківських активів, депозитів, позик не фінансових організацій, а також капіталізації ринку до валового внутрішнього продукту (ВВП) у Швейцарії можна пояснити тим, що країна є офшорним фінансовим центром.

Як зазначають дослідники, для англо-саксонської моделі характерними є висока схильність до ризику, економічний індивідуалізм [13], низький контроль з боку держави та крупних компаній, численність роздрібних інвесторів [14]. У цих країнах поведінка інвесторів ринку акцій переважають над борговими зобов'язаннями у структурі фінансування. Незважаючи на відносну довгостроковість інвестиційних вкладень, на фондовому ринку США інвестори віддають перевагу короткостроковим вкладенням, у 90-х роках минулого століття середній термін володіння акцією становить два роки [15], що свідчить про їх орієнтацію до швидкого одержання інвестиційного доходу та негативно впливає на реалізацію довгострокової інвестиційної стратегії.

Щодо європейської моделі, то вона передбачає ієрархію та менша схильність до ризику та є більш соціально-орієнтованою відносно англо-саксонської моделі. У регіонах із континентально-європейською моделлю має місце висока норма заощаджень, вищий рівень впливу банків на економіку порівняно із фінансовими ринками, переважають крупні інституціональні інвестори [16]. Висока норма заощаджень свідчить про ощадно-інвестиційну модель поведінки, що свідчить про перевищення доходів над витратами у населення, високу надійність фінансових інститутів та довіру до них. У структурі капіталу значну частку посідають боргові зобов'язання, соціальні норми є більш посилені порівняно із попередньою моделлю.

У скандинавській моделі поведінки інвесторів толерантність до ризику є висока схильність до ризику. Рівень індивідуалізму є низьким, оскільки економіка за ступенем соціальної орієнтованості перевищує всі інші європейські регіони. Для гравців фінансового ринку якість життя є показником успіху, консенсус і соціальна рівність є більш важливими, ніж особисті досягнення [17]. Норма збереження є найбільш високою, структура власності крупного бізнесу розпорошена, є крупні держателі акцій корпорацій із середньою та малою капіталізацією [18] – в цілому власність є більш сконцентрованою порівняно із попередньою моделлю. Частка боргових зобов'язань у структурі капіталу є меншою, порівняно із європейською моделлю, а цінності самовираження переважають [19].

Швейцарська модель поведінки інвесторів знаходиться між скандинавською та європейською моделями за рівнем ризику. Рівень індивідуалізму подібний до європейської моделі, а норма заощаджень, структура власності і цінності відповідають скандинавським країнам [19]. Ймовірно, це відбувається тому, що є значні відмінності у ризику і структурі власності у Швейцарії, зокрема високої капіталізації ринку акцій, від інших європейських країнах зумовлені історичними подіями, а також високим рівнем індивідуалізму, демократії [20].

Розглянемо основні властивості поведінки інвесторів на ринках країн, що розвиваються. Так, незважаючи на високу волатильність цих ринків переваги для інвесторів формуються на основі високих темпів економічного зростання, можливостей диверсифікації та реалізації стратегій, які не завжди можна реалізувати на зрілому ринку. Кризи наприкінці двадцятого і двадцять першого століття у країнах Латинської Америки, Азії і Східної Європи показали контрциклічність ринків, що розвиваються, після глобальної фінансової кризи 2007–2011 років. За даними МВФ, між ринками, що розвиваються, розвиненими існує взаємний вплив. У після кризовий період роль впливу ринків акцій, що розвиваються, значно посилюється. Ріст ВВП пов'язаний із крупними інфраструктурними проектами, що доводить значимість будівельної, транспортної та телекомунікаційної сфер на ринках, що розвиваються. Схильність учасників ринку до неточного визначення потенціалу економічного зростання та інші прояви ірраціональності зумовлюють строкатість показників щодо розвитку ринку. Окрім класичних портфельного, валютного і

розрахункового ризиків на фінансових ринках, що розвиваються, діють поведінкові ризики. Прикладом якого можуть слугувати маніпуляції фінансових посередників за відсутності належного законодавчого регулювання та ігнорування етичних принципів. Зазначимо, що проявляється ризик зберігання, тобто порушенні збереженості цінних паперів у депозитаріях [15], а також ризик людського фактору – некоректні дії регулятора, які порушують стійкість фінансової системи та зумовлюють прояв системного ризику.

На ринках, що розвиваються гіпотеза ефективного ринку не підтверджується на відміну від гіпотез неоднорідного ринку та адаптивного [21]. Гіпотезі неоднорідного ринку полягає у тому, що ціни формуються у результаті взаємодії інвесторів із різними термінами інвестування. Періодично відбувається некоректне ціноутворення, але в довгостроковій перспективі ціни сходяться до рівня, який сприймається як обґрунтований більшістю інвесторів. Згідно гіпотези адаптивного ринку, тривалих прибуткових стратегій не існує, а це означає, що окрема стратегія може бути прибутковою в певних ринкових умовах.

Особливостями ринків із азіатською моделлю поведінки інвесторів (Японія, Південні Корея, Таїланд, Тайвань, Китай та інші) є толерантність до ризику, що робить її подібною до європейської моделі. Однак винятком є Китай, для якого характерною є висока схильність до ризику [22]. Для цієї групи країн властивим є колективізм, висока значимість соціальних норм, високий авторитет влади. Довгострокова тривалість інвестиційних термінів та рівень індивідуалізму відрізняються, найвищий має місце в Японії. Норма заощаджень в азіатських країнах є однією із найбільш високих у світі [23]. Рівень боргових зобов'язань в Японії вище європейського, а в Китаї – нижче. Концентрація власності є співставною із європейською моделлю, раціональні цінності переважають [24]. У цих країнах інвестори демонструють високий рівень готовності до прийняття інновацій на ринках. Кліматичний і географічний чинники історично впливають на настрої фінансового ринку.

Однією із основних проблем цього ринку є «кредитна бульбашка» в Китаї, яка виникла внаслідок збільшення проблемних боргів у банківській системі, формується «фінансова бульбашка» на ринку акцій. У додаток до цього в регіоні спостерігається зниження економічного зростання [25]. Як зазначають експерти, до числа заходів, які сприяють залученню інвестицій на азіатські ринки, є успішна правова реформа в Індії, створення спеціальних економічних зон на Тайвані та реалізація програми для залучення іноземних інвесторів у технологічний сектор. У Китаї відбувається часткова приватизація у таких секторах як телекомунікація, електроенергетика, військова промисловість, нафта та газ, а також громадянська авіація [25].

До ісламської моделі поведінки інвесторів відносять та країни, як Саудівська Аравія, Малайзія, Іран та інші. У цій групі країн тривалість інвестиційних вкладень та толерантність до ризику змінюються у розрізі країн. У поведінці інвесторів виділяється колективізм та авторитет влади [22]. Норма заощаджень в азіатських країнах є вищою, а в країнах Африки низькою [26].

Нарахування проценту на грошові позики, а, відповідно, боргове фінансування в найбільш поширених видах суперечить закону шаріату [27]. Власність сконцентрована, переважають цінності виживання, а також традиційні [18]. Культурні і релігійні особливості часто визначають поведінку та настрої інвесторів. Так, науковці зазначають, що під час релігійних свят дохідність на ринках є вищою, а волатильність нижчою, порівняно із іншими місяцями, що свідчить про високий вплив психологічного стану інвесторів для показників кон'юнктури ринку [28].

Поведінка інвесторів на ринку Туреччини має подібну динаміку із європейськими ринками, залежними від глобального фактору. Індекс настроїв американського ринку є контрциклічним відносно дохідності та волатильності фондового ринку Туреччини, при цьому вплив індексу настроїв американських інституціональних інвесторів є сильнішим, ніж приватних. Цей ефект є елементом системного ризику, який не піддається диверсифікації [29].

Для латиноамериканської моделі поведінки (Бразилія, Мексика, Аргентина та інші) характерним є низький ризик із бажанням отримати високий інвестиційний дохід, що є малоімовірним. Роль банківської системи висока, на зразок європейської моделі, власність сконцентрована. Важливу роль відіграють поведінкові відхилення від норми, які пов'язані із інформацією. У більшості регіонів проявляється високий рівень корупції і маніпулювань, роль цінностей виживання є істотною [19]. У Латинській Америці інвесторам властивим є високий рівень усвідомлення контролю над власним життям, емоціями, цінності самовираження має велику значення. Рівень авторитету влади змінюється у розрізі країн [22].

У дослідженнях як зарубіжних, так й вітчизняних науковців виділено пострадянську модель поведінки інвесторів, для якої відзначають подібність із латиноамериканською моделлю. У пострадянських країнах Східної Європи проявляється високий рівень економічного індивідуалізму, у колишніх країнах Радянського Союзу – чітко простежується колективізм. Для цієї моделі характерним є чіткість соціальних норм, високий авторитет влади [22]. У прибалтійських країнах чітко виділяються раціональні цінності, інші країни перебувають на стику раціональних та традиційних цінностей [19].

У цих країнах має місце високий фінансовий ризик внаслідок девальвації національних валют. Водночас, із сировинними ризиками значною мірою пов'язані портфельні інвестиції на фінансових ринках. Ринки, що розвиваються, також є залежними від глобального фактору [30]. Ринки, що розвиваються, має ряд спільних проблем: низька конкурентоспроможність за операціями із фінансовими активами порівняно із ринками із високим рівнем зрілості, які мають національне походження; збільшення спекулятивних вкладень; недостатній обсяг прямих інвестицій; переважання короткострокових інвестиційних горизонтів; переважання короткострокових інвестиційних горизонтів, висока залежність від настроїв нерезидентів, відтік засобів національних інвесторів на розвинені ринки, відхід крупних гравців на ринки

індустріальних країн за капіталізацією та ліквідністю, операційні ризики національних фінансових інститутів.

Найбільш важливими факторами, які впливають на прийняття інвестиційних рішень за результатами опитування А.Т. Kearney, серед яких значний вплив мають чинники, пов'язані із ринковою інфраструктурою, а також із політичними і регулятивними процесами (рис. 2).



**Рис. 2. Чинники, які впливають на поведінку інвесторів на фінансовому ринку**

*Джерело: розроблено авторами.*

У додаток до чинників, які впливають на інвестиційні рішення на ринках, які розвиваються позитивно впливає відсутність чітких норм регулювання потоків капіталу, гнучкі валютні курси, високий рівень резервів, не значний державний борг [32]. Водночас, переважання на ринку інституціональних або приватних інвесторів визначають домінуючі моделі поведінки. Науковців наголошують, що важливим для визначення драйверів динаміки фінансового ринку є тестування гіпотези ринкового ризику [33], і гіпотези шоку попиту [34]. Тестування доцільно проводити у розрізі окремих груп інвесторів. Для ринків із переважанням іноземного капіталу доцільно тестувати гіпотези для таких груп інвесторів: зарубіжні інституціональні, зарубіжні приватні, внутрішні інституціональні, внутрішні приватні. Очевидно, що поведінка зарубіжних інституціональних інвесторів буде визначальним чинником для динаміки настроїв інших груп, оскільки вона є змінною для характеристики інвестиційної привабливості країни, і, як наслідок, для відтоку і притоку капіталу на ринок. Окрім цього доцільно дослідити зміни індексу настроїв ринку у періоду кризи, стабільності та оптимізму, ефективність інвестиційних стратегій за періодами. У якості додаткових напрямів дослідження слід виділити аналіз зміни попиту на різні типи активів та інвестиційної привабливості галузей економіки залежно від настроїв ринку. На більшості зростаючих фінансових ринках важливу роль відіграють традиції і менталітет, а також географічні та кліматичні особливості



регіону, без урахування яких якісну модель поведінки інвесторів практично побудувати не можна.

Зазначимо, що дослідники виділяють також прояв відхилень (аномалій), пов'язаних із інформацією. Так, на ринках, що розвиваються, проявляється ефект волатильності – ситуація, коли ризик і дохідність демонструють зворотне відношення (чим вищим є ризик, тим меншою є дохідність), що суперечить моделі CAPM (модель ціноутворення фінансового активу), розробленої У. Шарпом і Д. Лінтнером [35]. Існує два підходи, за допомогою яких пояснюється ефект волатильності, але ймовірно, що вони доповнюють одна одну. Перший підхід пов'язаний із обмеженнями, із якими стикаються інвестори у процесі одержання доступу до позикових коштів та здійснення коротких продажів [36]. Інший підхід базується на теорії агентських відносин – фінансові управлінці орієнтуються досягнути кращих результатів порівняно із раціональним портфелем схильні переоцінювати потенціал окремих акцій та інвестиційних фондів [37]. За таких умов одним із проявів ефекту волатильності є дефолт. Компанії на грані банкрутства забезпечують низьку дохідність, є більш ризикованими порівняно із подібними, що суперечить моделі CAPM. Існує безліч досліджень, присвячених прогнозам ймовірності дефолту компанії на ринку, що розвивається, але при цьому подібні ситуації дуже рідко розглядається у рамках прояву відхилень на фінансових ринках.

Узагальнимо основні тенденції розвитку фінансового ринку України та моделі поведінки інвесторів. Так, за результатами опитування опитування Асоціації CFA Society Ukraine, встановлено, що фахівці з фінансів та інвестицій не відчули у 2020 р. зниження довіри з боку споживачів порівняно із 2019 роком (41 % респондентів). При цьому 64 % респондентів опитування впевнені, що довіра до фінансистів залежить від добробуту країни, а під час економічних криз довіра падає. Однак саме коронакриза не вплинула на довіру, у чому впевнені 55 % респондентів [38]. Одним із стримуючих чинників у розвитку фінансового ринку України є відсутність фінансової інфраструктури, тому нами здійснюються інвестиції на основі допомоги USAID у створення центральної депозитарної системи, клірингової і біржової системи. Окрім цього низька фінансова поведінка населення, обмежені їх можливості щодо формування заощаджень є також чинниками, які стримують активізацію діяльності на фінансовому ринку. За таких умов на вітчизняному фінансовому ринку вкладення іноземних інвесторів займають значну частку. Очевидно, що з метою зниження залежності ринків від спекулятивних потоків необхідно залучати внутрішніх роздрібних інвесторів шляхом передбачення певних податкових пільг, підвищення фінансової грамотності та розробок, які спрощують процес вкладення коштів.

**Висновки.** Узагальнено, що колективна поведінка учасників фінансового ринку складається із поведінки окремих інвесторів та формується на основі їх думки, бажань, які перебувають під впливом кон'юнктури та набутого досвіду.

У якості основних чинників, які впливають на поведінку інвесторів, є їх стійкі переваги до ризику, дохідності та ліквідності, а також ірраціональна

складова – реакція на стрес, відхилення від певної норми і т.д. Виявлено, що чим нижчу стабільність демонструє фінансовий ринок, то колективна поведінка переважає на індивідуальними стратегіями, а чинник ірраціональності – над стійкими перевагами.

У свою чергу стійкі переваги інвесторів визначаються станом макроекономіки, фінансового сектору та інституціональними характеристиками країни, політичним і соціальним устроєм суспільства, ціннісними чинниками та стереотипами масової поведінки, якістю життя та рівнем розвитку людського капіталу.

На основі регіональних відмінностей стійких переваг виділено наступні моделі поведінки інвесторів: для розвинених країн – англо-саксонську, європейську, скандинавську та швейцарську; для країн, що розвиваються – азіатську, ісламську, латиноамериканську та пострадянську.

Встановлено, що модель поведінки інвесторів пострадянських країн є подібною із країнами Латинської Америки за схильністю за ризиком, рівнем колективізму, якістю інститутів, значною роллю цінностей виживання і концентрації власності. Також має місце переважання банківських інститутів над ринковими у структурі фінансового сектору у цих країнах, що робить її подібною із європейською моделлю поведінки інвесторів.

### Література

1. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року. URL:<https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku-7686> (дата звернення: 30.11.2021).

2. НБУ за п'ять років зупинив обіг цінних паперів 49 емітентів. URL:<https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2856971-nbu-za-pat-rokivzupiniv-obig-cinnih-papiriv-49-emitentiv.html> (дата звернення: 30.11.2021).

3. Радчук О. У пошуках внутрішніх інвесторів: що дасть відновлення фондового ринку в Україні URL:<https://www.slovoidilo.ua/2021/07/06/kolonka/aleksandrradchuk/finansy/poshukax-vnutrishnix-investoriv-dast-vidnovlennya-fondovoho-rynku-ukrayini> (дата звернення: 30.11.2021).

4. Баранова В. Г., Гончаренко О. М. Розвиток фінансового ринку України в умовах європейської інтеграції: проблеми та перспективи: монографія. Харків: «Діса плюс». 2019. 370 с.

5. Іоргачова М. І., Ковальова О. М., Коцюрубенко Г. М. Фінансовий ринок України: сучасний стан основних сегментів. *Ефективна економіка*. 2021. № 2. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8654> (дата звернення: 30.11.2021)

6. Котляр О. В., Смирнова О. В. Моделювання поведінки інвесторів на фінансовому ринку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 5. С. 93–105.

7. Смирнова О. В. Інвестування на високоризикованих фінансових ринках. Матеріали XV Міжнар. наук.-практ. конф. мол. вчених «Проблеми модернізації економіки України в контексті угоди про асоціацію з ЄС та їх

вирішення (економічний, правовий і фінансовий аспекти» 16 квітня 2015 р. Київ, 2015. С. 325–327.

8. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності. *Економічний аналіз: зб. наук. праць*. 2016. Том 25. № 1. С. 158–168.

9. Блумер Г. *Коллективное поведение*. Американская социологическая мысль: Тексты, 1996. 215 с.

10. Skinner B. F. *Science and Human Behaviour*. New York: Free Press, 1965. 480 p.

11. Благун І. І. Аномалії на фінансових ринках як фактор ірраціональної поведінки інвесторів. *Науковий вісник Ужгородського університету*. 2017. Вип. 2 (50). С. 239–244.

12. Baker M. Investor Sentiment and The Cross-Section of Stock Returns *Journal of Finance*. 2006. Vol. 61. P. 1645–1680

13. Hofstede G. Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations. *Thousand Oaks CA: Sage Publications*. 2001. 616 p.

14. Hall P. A. Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative New York. *Oxford University Press*, 2001. 60 p.

15. Mobius M. *The Little Book of Emerging Markets: How To Make Money in the World's Fastest Growing Markets*. New Jersey. Wiley, 2012. 229 p.

16. Quack, S. National Capitalisms, Global Competition, and Economic Performance. *Amsterdam : John Benjamins Publishing Company*, 1999. 334 p.

17. Andersen T. M. The Nordic Model. Embracing Globalization And Sharing Risks. Helsinki: *The Research Institute of The Finnish Economy (ETLA)*, 2007. 165 p.

18. The Working Group of the Self-Regulatory Corporate Governance Bodies of the Five Nordic Countries. *Corporate Governance in the Nordic Countries*. URL: [http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web\\_1472238902.pdf](http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web_1472238902.pdf) (дата звернення: 30.11.2021).

19. World Values Survey: URL: [www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp](http://www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp) (дата звернення: 30.11.2021).

20. Linder W. *Swiss Democracy: Possible Solutions to Conflict in Multicultural Societies*. *Palgrave Macmillan*, 2010. 246 p. (дата звернення: 30.11.2021).

21. Lo A. W. Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Market Hypothesis. *Journal of Investment Consulting*. 2005. № 2. Vol. 7. P. 21–44.

22. Hofstede G. The 6-D Model of National Culture. URL: <http://www.geerthofstede.nl/> (дата звернення: 30.11.2021).

23. World Development Indicators: Structure of Demand: URL: <http://wdi.worldbank.org/table/4.8#> (дата звернення: 30.11.2021).

24. Damodaran A. Insider and Institutional Holdings by Industry Sector. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> (дата звернення: 30.11.2021).

25. The 2016 A. T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. URL: <https://www.atkearney.com/gbpc/foreign-direct-investment-confidence-index> (дата звернення: 30.11.2021).

26. Worldwide Governance Indicators. URL: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Reports> (дата звернення: 30.11.2021).
27. Saeed A. Islamic Banking and Interest: A Study of Prohibition of Riba and Its Contemporary Interpretation 1996. 169 p.
28. Bialkowski J. Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*. 2012. № 12. Vol. 36. P. 835–845.
29. Sayim M. An Examination of U.S. Institutional and Individual Investor Sentiment on the Turkish Stock Market. *Global Finance Journal*. 2015. Vol. 26. P. 1–17.
30. Brzeszczyński J. Investor Response to Public News, Sentiment and Institutional Trading in Emerging Markets: A Review. *International Review of Economics and Finance*. 2015. Vol. 40. P. 338–352.
31. The 2019 A. T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. URL: <https://www.kearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index> (дата звернення: 30.11.2021).
32. IMF World Economic Outlook *Too Slow for Too Long*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/> (дата звернення: 30.11.2021).
33. Lee H. C. Spillovers of Currency Carry Trade Returns, Market Risk Sentiment and U.S. Market Returns. *North American Journal of Economics and Finance*. 2013. Vol. 26. P. 197–216.
34. Chung, S. L. When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns? *Journal of Empirical Finance*. 2012. Vol. 19. P. 217–240.
35. Blitz D. The Volatility Effect in Emerging Markets *Emerging Markets Review*. 2013. Vol. 16. P. 31–45.
36. Frazzini A. Betting Against Beta. SSRN. Electronic resource: URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2049939](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2049939)(дата звернення: 30.11.2021).
37. Falkenstein E. G. Risk and Return in General: Theory and Evidence. URL:<https://www.semanticscholar.org/paper/Risk-and-Return-in-General%3A-Theory-and-Evidence-Falkenstein/77be4115d2639e3ab577d4006b32609205147aa8>(дата звернення: 30.11.2021).
38. У 2021 році інтерес до інвестицій продовжить зростати з урахуванням етики та ESG факторів. URL:<https://ua.cfaukraine.org/u-2021-rotsi-interes-do-investytsij-prodovzhyt-zrostaty-ale-z-urahuvannyam-etyky-ta-esg-faktoriv-vysnovky-ekspertiv/>(дата звернення: 30.11.2021).

## References

1. Strategy for the development of the financial sector of Ukraine until 2025. Available at <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektori-ukrayini-do-2025-roku-7686> (Accessed November 30, 2021).
2. The NBU has suspended the circulation of securities of 49 issuers for five years. Available at <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2856971-nbu-za-pat-rokiv-zupiniv-obig-cinnih-paperiv-49-emitentiv.html> (Accessed November 30, 2021).

3. Radchuk, O. In search of domestic investors: what will restore the stock market in Ukraine Available at <https://www.slovoidilo.ua/2021/07/06/kolonka/aleksandr-radchuk/finansy/poshukax-vnutrishnix-investoriv-dast-vidnovlennya-fondovoho-rynku-ukrayini> (Accessed November 30, 2021).
4. Baranova, V. G., Goncharenko, O. M. (2019). Development of the financial market of Ukraine in the conditions of European integration: problems and prospects: collective collective monograph. Kharkiv: "Disa Plus", 2019. 370 p. (in Ukrainian).
5. Iorgachova, M. I., Kovaleva, O. M., Kotsyurubenko, G. M. (2021). Financial market of Ukraine: the current state of the main segments. *Efficient economy*, 2021, no 2. Available at <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=8654> (Accessed November 30, 2021).
6. Kotlyar, O. V., Smirnova, O. V. (2016). Modeling the behavior of investors in the financial market. *Foreign trade: economics, finance, law*, 2016, no 5, pp. 93–105. (in Ukrainian).
7. Smirnova, O. V. (2015). Investing in high-risk financial markets. Materials of the XV International. scientific-practical conf. Of young scient. “Problems of modernization of the economy of Ukraine in the context of the Association Agreement with Sciences the EU and their solutions (economic, legal and financial aspects)” April 16, 2015. K.: UDUFMT, 2015. Pp. 325–327. (in Ukrainian).
8. Stetsko, M. V. (2016). Financial market of Ukraine in the context of global competitiveness. Economic analysis: coll. Science. works. *Ternopil National University of Economics*, 2016, vol. 25, no. 1, pp. 158–168. (in Ukrainian).
9. Blumer, G. (1996). Collective behavior. American Sociological Thought: Texts. Moscow: *International University of Business and Management*, 1996. 215 p. (in Russian).
10. Skinner, B. F. (1965). Science and Human Behaviour. New York: *Free Press*. 1965. 480 p.
11. Blagun, I. I. (2017). Anomalies in financial markets as a factor of irrational behavior of investors. *Scientific Bulletin of Uzhhorod University*, 2017, vol. 2 (50), pp. 239–244. (in Ukrainian).
12. Baker, M. (2006). Investor Sentiment and The Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, pp. 1645–1680
13. Hofstede, G. (2001), Culture’s Consequences: Comparing Values, Behaviors, *Institutions, and Organizations Across Nations*, 2001. 616 p.
14. Hall, P. A.(2001). Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. New York : *Oxford University Press*, 2001. 560 p.
15. Mobius, M. (2012). The Little Book of Emerging Markets: *How To Make Money in the World's Fastest Growing Markets*. New Jersey. Wiley, 2012. 229 p.
16. Quack, S. (1999). National Capitalisms, Global Competition, and Economic Performance. Amsterdam. *John Benjamins Publishing Company*, 1999. 334 p.
17. Andersen, T. M. (2007). The Nordic Model. Embracing Globalization And Sharing Risks. *Helsinki: The Research Institute of The Finnish Economy (ETLA)*, 2007. 165 p.

18. The Working Group of the Self-Regulatory Corporate Governance Bodies of the Five Nordic Countries. *Corporate Governance in the Nordic Countries*. Available at [http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web\\_1472238902.pdf](http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web_1472238902.pdf) (Accessed November 30, 2021).
19. World Values Survey: Available at [www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp](http://www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp) (Accessed November 30, 2021).
20. Linder, W. (2010). *Swiss Democracy: Possible Solutions to Conflict in Multicultural*. Palgrave Macmillan, 2010. 246 p.
21. Lo, A. W. (2005). Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Market Hypothesis. *Journal of Investment Consulting*, 2005, no. 2, pp. 21–44.
22. Hofstede, G. The 6-D Model of National Culture Available at <http://www.geerthofstede.nl/> (Accessed November 30, 2021).
23. World Development Indicators: Structure of Demand: Available at <http://wdi.worldbank.org/table/4.8#> (Accessed November 30, 2021).
24. Damodaran, A. Insider and Institutional Holdings by Industry Sector. Available at <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> (Accessed November 30, 2021).
25. The 2016 A. T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. Available at <https://www.atkearney.com/gbpc/foreign-direct-investment-confidence-index> (Accessed November 30, 2021).
26. Worldwide Governance Indicators. Available at <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Reports> (Accessed November 30, 2021).
27. Saeed, A. (1996). *Islamic Banking and Interest: A Study of Prohibition of Riba and Its Contemporary Interpretation*, 1996. 169 p.
28. Bialkowski, J., Etebari, A., Wisniewski, T. P. (2012). Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, 2012, vol. 36, no. 12, pp. 835–845.
29. Sayim, M. (2015). An Examination of U.S. Institutional and Individual Investor Sentiment on the Turkish Stock Market. *Global Finance Journal*, 2015, vol. 26, pp. 1–17.
30. Brzeszczyński, J. (2015). Investor Response to Public News, Sentiment and Institutional Trading in Emerging Markets: A. *International Review of Economics and Finance*, 2015, vol. 40, pp. 338–352.
31. The 2019 A. T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. Available at <https://www. Kearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index> (Accessed November 30, 2021).
32. IMF World Economic Outlook – Too Slow for Too Long. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/> (Accessed November 30, 2021).
33. Lee, H. C. (2013). Spillovers of Currency Carry Trade Returns, Market Risk Sentiment and U.S. Market Returns. *North American Journal of Economics and Finance*, 2013, vol. 26, pp. 197–216.
34. Chung, S. L. (2012). When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns? *Journal of Empirical Finance*, 2012, vol. 19, pp. 217–240.
35. Blitz, D. (2013). The Volatility Effect in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 2013, vol. 16, pp. 31–45.

36. Frazzini A. Betting Against Beta. SSRN. Available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2049939](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2049939)(Accessed November 30, 2021).

37. Falkenstein, E. G. Risk and Return in General: Theory and Evidence. Available at <https://www.semanticscholar.org/paper/Risk-and-Return-in-General%3A-Theory-and-EvidenceFalkenstein/77be4115d2639e3ab577d4006b32609205147aa8>(Accessed November 30, 2021).

38. У 2021 році інтерес до інвестицій продовжить зростати з урахуванням етики та ESG факторів. Available at <https://ua.cfaukraine.org/u-2021-rotsi-interes-do-investytsij-prodovzhyt-zrostaty-ale-z-urahuvannyam-etyky-ta-esg-faktoriv-vysnovky-ekspertiv/>(Accessed November 30, 2021).

### *Аннотация*

***Варченко О. М., Артимонова И. В., Ткаченко К. В., Варченко О. А.  
Модели поведения инвесторов на финансовом рынке***

*В статье обобщены подходы к формированию модели поведения инвесторов и идентифицированы причинные связи между действиями отдельных игроков финансового рынка, выделены их устойчивые приоритеты и иррациональные составляющие поведения, а также конъюнктура рынка и приобретенный опыт.*

*Аргументировано, что в нестабильных условиях поведение и мнение отдельных инвесторов трансформируется в коллективное поведение и настроения рынка, на основе которых формируются устойчивые преимущества инвесторов: макроэкономическое состояние страны, зрелость рынка, политическое и социальное устройство общества, ценностные составляющие, качество жизни, человеческий капитал.*

*Представлена характеристика модели поведения инвесторов, принимающих во внимание, как устойчивые приоритеты, так и иррациональную составляющую, и предложена детальная классификация моделей поведения инвесторов. Выделены и охарактеризованы азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели, выделены сходство и различие между ними.*

*Предложено понимание модели поведения инвесторов рассматривать как устойчивые преимущества (риск, ожидаемые уровни доходности, ликвидности, склонность к вложению капитала в определенные финансовые инструменты) и предопределенные ими последовательные действия игроков рынка, а также совокупность факторов, объясняющих ее, включая ожидания в той или иной момент времени. Обосновано, что поведение инвесторов также объясняется иррациональной составляющей (аномалиями, реакцией на стресс и др.).*

*Доказано, что развивающиеся рынки являются более волатильными по сравнению с развитыми, находятся в состоянии нестабильности и значительного проявления иррациональной составляющей, что необходимо учитывать при оценке их поведенческой характеристики.*

*Выделены и охарактеризованы азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели, выделены сходство и различие*

между ними. Установлено, что подобны латиноамериканская и постсоветская модели поведения инвесторов по следующим характеристикам: низкая толерантность к риску, ориентация получить высокий доход, заметную роль банковской системы, концентрацию собственности, поведенческие аномалии, манипулирование и коррупцию, высокий уровень коллективизма.

**Ключевые слова:** модели поведения, инвесторы, денежный рынок, риск, доходность, ликвидность.

### *Annotation*

***Varchenko O. M., Artimonova I. V., Tkachenko K. V., Varchenko O. O.***

#### ***Investor behavior patterns in the financial market***

*The article summarizes the approaches to the formation of the model of investor behavior and identifies the cause and effect relationships between the actions of individual financial market players, highlights their sustainable priorities and irrational components of behavior, as well as market conditions and experience.*

*It is argued that in unstable conditions the behavior and opinion of individual investors is transformed into collective behavior and market sentiment on the basis of which stable advantages of investors are formed: macroeconomic status, market maturity, political and social structure, values, quality of life, human capital.*

*The characteristics of the investor behavior model that take into account both sustainable priorities and the irrational component are presented, and a detailed classification of investor behavior models is proposed. The Asian, Islamic, Latin American and post-Soviet models are singled out and characterized, the similarities and differences between them are highlighted.*

*It is proposed to understand the model of investor behavior as sustainable benefits (risk, expected levels of return, liquidity, propensity to invest in certain financial instruments) and the consequent consistent actions of market players, as well as a set of factors that explain it, including expectations moment of time. It is substantiated that the behavior of investors is also explained by the irrational component (anomalies, stress response, etc.).*

*It is proved that emerging markets are more volatile than developed ones, are in a state of instability and a significant manifestation of the irrational component, which must be taken into account when assessing their behavioral characteristics.*

*The Asian, Islamic, Latin American and post-Soviet models are singled out and characterized, the similarities and differences between them are highlighted. It is established that the Latin American and post-Soviet models of investor behavior are similar in the following characteristics: low risk tolerance, high income orientation, prominent role of the banking system, concentration of property, behavioral anomalies, manipulation and corruption, high collectivism.*

**Key words:** *behavior models, investors, money market, risk, profitability, liquidity.*