

Дзюба П. В.

*доктор економічних наук, доцент,
професор кафедри міжнародних фінансів
Інституту міжнародних відносин*

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Штогрін К. В.

*асистент кафедри міжнародних фінансів
Інституту міжнародних відносин*

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Dziuba Pavlo

*Doctor of Economics, Associate Professor,
Professor of the Department of International Finance
Institute of International Relations*

Taras Shevchenko National University of Kyiv

Shtogrin Kyril

*Assistant Professor of the Department of International Finance
Institute of International Relations*

Taras Shevchenko National University of Kyiv

ПОВЕДІНКОВІ ВІДХИЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ: НА ПРИКЛАДІ СХИЛЬНОСТІ ДО ІНВЕСТУВАННЯ НА МІСЦЕВИХ РИНКАХ

Анотація. Визначено місце схильності до інвестування на місцевих ринках у сучасній парадигмі міжнародного портфельного інвестування. Ідентифіковано розбіжності між теорією та практикою міжнародного портфельного інвестування, які виникають як наслідок такої схильності. Визначено основні переваги міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля у розрізі співвідношення «дохідність – ризик». Виокремлено основні економіко-математичні прояви схильності до інвестування на місцевих ринках у формі індексів. Досліджено схильність до інвестування на близьких ринках. Досліджено рівні схильності до інвестування на місцевих ринках для груп країн із різним рівнем економічного розвитку. Визначено переваги міжнародної диверсифікації на основі групи індексів MSCI. Визначено підходи до аналізу чинників виникнення схильності до інвестування на місцевих ринках та проаналізовано їхні основні переваги та недоліки. Досліджено вплив інформаційної асиметрії, стандартів фінансової звітності, нетоварного сектору економіки, обсягів інвестицій, інфляції, транзакційних витрат, інституційних чинників на рівень міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля. Запропоновано новий підхід до систематизації чинників схильності до інвестування на місцевих ринках шляхом їх групування на інституційні, біхевіористські, транзакційні та інші фактори.

Ключові слова: міжнародне портфельне інвестування, міжнародний інвестиційний менеджмент, міжнародний інвестиційний портфель, поведінкові фінанси, поведінкові відхилення, схильність до інвестування на місцевих ринках.

Вступ та постановка проблеми. Сучасна теорія міжнародного портфельного інвестування має тривалу історію розвитку, протягом якої вона зазнала численних трансформацій та вдосконалень, розширень і поглиблень. Сьогодні теорія характеризується складністю гносеологічної структури і мультидисциплінарним підходом до її досліджень. Поведінка індивіда-інвестора під час прийняття інвестиційних рішень у теорії характеризується як раціональна. Однак емпіричні дослідження і тривала практика міжнародного портфельного інвестування не підтверджують таке припущення. У сучасному дискурсі значне емпіричне підтвердження отримали біхевіористські теорії, які опонують концепції раціональності. Поведінковий підхід до портфельного інвестування, навпаки, досліджує ірраціональний характер здійснення інвестицій та поведінкові відхилення інвестиційних рішень портфельних інвесторів. Сучасні емпіричні дослідження доводять, що на інвестиційні рішення впливає низка суб'єктивних чинників. Такими суб'єктивними чинниками виступають поведінкові відхилення, що формують низку нових підходів до пояснення інвестиційної діяльності.

Одним із найбільш відомих поведінкових відхилень є схильність до інвестування на місцевих ринках. Теорія міжнародного портфельного інвестування чітко

визначає та обґрунтовує переваги міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля. Однак інвестори не користуються перевагами міжнародної диверсифікації тією мірою, як це передбачають традиційні теорії. Незважаючи на стійке, помірне зростання рівня міжнародної диверсифікації, інструменти місцевого ринку становлять значну частку сучасних інвестиційних портфелів. Попри проведені дослідження вчені так і не змогли остаточно визначити та обґрунтувати причини схильності до інвестування на місцевих ринках. З огляду на зазначене стаття **має на меті** ідентифікувати сутність схильності до інвестування на місцевих ринках та її місце в сучасній теорії міжнародного портфельного інвестування, визначити чинники її виникнення на основі періодизації наявних підходів. Емпірична частина дослідження спрямована на визначення особливостей сучасної динаміки розвитку схильності до інвестування на місцевих ринках, її сучасних особливостей.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Явище схильності до інвестування на місцевих ринках постає центральним питанням у дослідженнях таких учених, як А. Ахерн, Р. Ванпе, І. Вернер, В. Грівер, П. Гурнішас, С. Дауде, Т. Дворак, Е. Капланіс, Й. Купер, Н. Курдасьє, Х. Леві, Дж. Потерба, М. Сарнат, П. Серку, Л. Тезар,

К. Френч та ін. З-поміж класиків досліджень цього питання відзначають роботи таких відомих дослідників, як Д. Канеман, В. Сміт, А. Тверські, Р. Талер, Д. Хіршляйфер, Р. Шіллер та ін.

Результати дослідження. Трьома основними чинниками інвестиційних рішень, за постулатами традиційної теорії портфеля, є ризик, дохідність та схильність інвестора до ризику. Якщо схильність інвестора до ризику є індивідуальною особливістю, то показники ризику та дохідності можна вибирати та коригувати за допомогою різних методів. Одним із найважливіших складників сучасної теорії міжнародного портфельного інвестування є так звана концепція міжнародної диверсифікації, основні положення якої сформулював французький учений Б. Солнік [54]. Згідно з нею, інвестори отримують переваги від міжнародної диверсифікації портфеля, оскільки вона дає змогу значно знизити ризики та підвищити дохідність. Основною перевагою міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля є нижча кореляція між дохідностями фінансових інструментів із різних країн, аніж між дохідностями фінансових інструментів у межах однієї країни, що в результаті веде до зниження рівня ризику без зниження дохідності усього портфеля. Наприклад, В. Чоу зазначає, що інвестори з країн із ринками, що формуються, особливо з країн Південної та Південно-Східної Азії, країн Латинської Америки, мають більше переваг від міжнародної та регіональної диверсифікації, ніж інвестори з країн із розвинутими ринками [12].

Однак інвестори не завжди дотримуються положень цієї концепції. Дійсний склад інвестиційних портфелів містить значну частку інструментів місцевого ринку. Така суперечність дістала назву «схильність до інвестування на місцевих ринках» (від англ. home bias). Приміром, К. Чан пропонує таке визначення цього терміна: «Стан, за якого інвестори не використовують можливості диверсифікації, оскільки вони розподіляють відносно велику частину свого капіталу на інструменти місцевого ринку» [11]. М. Лін визначає це явище як «неоптимальну поведінку під час прийняття інвестиційних рішень, яка призводить до економічної неефективності на ринку» [38]. М. Левіс дає таке визначення: «Тенденція до того, що інвестори покладаються на інвестиції на місцевих ринках, не використовуючи повною мірою міжнародну диверсифікацію» [44]. На нашу думку, будь-яка із запропонованих дефініцій відображає сутність визначеного явища. Існує велика кількість емпіричних досліджень у сфері міжнародного портфельного інвестування, які підтверджують наявність значних переваг від міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля, що випливають із достатньо низького рівня кореляції між дохідностями ринків різних країн. Ураховуючи зазначений факт, інвесторам потрібно було б мати неправдоподібно великі та взаємно невідповідні очікування щодо дохідностей на національних фінансових ринках, щоб виправдати диверсифікацію портфеля за допомогою інструментів національного ринку [26].

Переважна кількість досліджень, присвячених схильності до інвестування на місцевих ринках, розглядає це поведінкове явище через призму інвестицій на ринку акцій, інвестицій взаємних фондів, інвестицій на ринку облігацій, ринку нерухомості, ринку банківських кредитів та венчурних інвестицій.

Схильність до інвестування на місцевих ринках привернула увагу провідних науковців та дослідників у галузі фінансів. На початку 1970-х років Х. Леві та М. Сарнат уперше помітили, що частка іноземних активів у портфелях американських інвесторів є нижчою за передбачену у теорії портфеля [36]. У 1986 р. Й. Купер та Е. Капланіс поставили під сумнів припущення моделей Г. Грауера [28], Б. Солніка [53], П. Серку [50] щодо міжнародної диверсифікації, вказавши на те, що емпіричні дослідження інвестиційних портфелів свідчать про їх відмінний якісний склад [23]. Й. Купер та Е. Капланіс зазначили, що у межах існуючих моделей диверсифікації неможливо пояснити схильність до інвестування на місцевих ринках [23]. Дослідники припустили, що така поведінка інвесторів викликана, по-перше, різницею в очікуваних дохідностях, а по-друге, відмінностями у регулюванні трансграничних потоків капіталу [23].

Учені К. Френч та Дж. Потерба зазначали, що більша частина інвесторів на ринку акцій тримала майже весь свій капітал в акціях локальних ринків [11]. Японські інвестори, наприклад, вкладали лише 1,9% капіталу в іноземні акції, американські – 6,2%, а британські інвестори тримали 18% портфеля в іноземних акціях [26]. У роботі дослідники дійшли висновку, що основною причиною низького рівня міжнародної диверсифікації були не інституційні обмеження на ринку капіталів, а самостійні рішення інвесторів [26]. У 1992 р. вчені Л. Тезар та І. Вернер дослідили рівень міжнародної диверсифікації на ринках цінних паперів [56]. Вони виявили, що рівень міжнародної диверсифікації для портфеля з акцій та облігацій для Канади становив 3,6%, Німеччини – 10,3%, Японії – 16,8%, Великобританії – 33,3%, США – 4,0% [56]. Вони припустили, що у таких портфелях інвестиційні рішення приймаються не лише виключно з міркувань диверсифікації. На сучасному етапі більшість дослідників у сфері міжнародних інвестицій погоджується з фактом існування феномену схильності до інвестування на місцевих ринках, хоча масштаби поведінкового відхилення різняться залежно від країни та групи інвесторів. Схильність до інвестування на місцевих ринках слід розглядати як багатовимірну, складну категорію міжнародних інвестицій, сутність якої розкривається через синергетичний вплив численних чинників на міжнародних фінансових ринках.

Нині не існує єдиної визначної кількісної формалізації схильності до інвестування на місцевих ринках. Важливо зазначити, що зазвичай вона оцінюється як певний індекс. Найбільшого поширення набули два підходи [14; 58]. По-перше, індекс схильності до інвестування на місцевих ринках акцій (від англ. Home Bias in Equities):

$$HBE = 1 - \frac{\text{Частка іноземних акцій у портфелі акцій країни } i}{\text{Частка іноземних акцій у світовому портфелі акцій}} \quad (1)$$

По-друге, Індекс схильності до інвестування на місцевих ринках облігацій (від англ. Home Bias in Bonds):

$$HBB = 1 - \frac{\text{Частка іноземних облігацій у портфелі облігацій країни } i}{\text{Частка іноземних облігацій у світовому портфелі облігацій}} \quad (2)$$

Значення індексу дорівнює нулю, коли частка іноземних активів у портфелі країни i дорівнює їх відповідній частці у світовому портфелі. Цей показник приймає позитивне значення, коли у портфелі переважає частка активів

місцевого ринку. Якщо портфель складається виключно з активів місцевого ринку, показник дорівнює 1.

Слід зазначити, що поряд зі схильністю до інвестування на місцевих ринках дослідники виділяють схиль-

ність до інвестування на близьких ринках [27]. Схильність до інвестування на близьких ринках є окремим випадком схильності до інвестування на місцевих ринках, а не самостійним поведінковим відхиленням. Це явище щільно пов'язане з відстанню у межах певної території, на якій знаходиться інвестор. Інвестори схильні вкладати непропорційно високу частку коштів в активи підприємств, розташованих поблизу від них, незалежно від кордонів країни приналежності інвестора. Основним наслідком цього різновиду поведінкового відхилення вважається недостатній ступінь міжнародної диверсифікації портфеля активів [27].

Зазначимо, що як для схильності до інвестування на місцевих ринках, так і для схильності до інвестування на близьких ринках чинники їх виникнення та наслідки дії є майже подібними. М. Бальцер, досліджуючи взаємозв'язок між схильністю до інвестування на близьких ринках та схильністю до інвестування на місцевих ринках на прикладі Німеччини та сусідніх країн, доходить висновку, що схильність до інвестування на близьких ринках не обмежується національними кордонами, а пов'язана з транскордонним переміщенням капіталу та ступенем близькості інвестиційних зв'язків [5]. Якщо країни мають високий ступінь близькості інвестиційних зв'язків, то схильність до інвестування на близьких ринках збільшується, незважаючи на кордони. Тому М. Бальцер робить висновок, що фінансові ринки країн-сусідів інвестори іноді сприймають як місцеві, якщо ці країни мають сильні інвестиційні зв'язки [5; 27].

В. Пул та Н. Стоффман доходять висновку, що одним із чинників існування схильності до інвестування на місцевих ринках виступає обмеженість ресурсів інвестора [47]. Інвестори з більш обмеженими ресурсами або з меншим обсягом вкладених коштів виявляють більшу схильність до інвестування на місцевих ринках [27]. Цей чинник також можна розглядати на рівні окремої країни, тобто розмір країни має пряму кореляцію з рівнем схильності до інвестування на місцевих ринках, оскільки у великій країні інвестор має більше можливостей диверсифікувати свій портфель на внутрішніх фінансових ринках і не залежить від диверсифікації на міжнародному рівні [41].

На рис. 1 наведено графічну формалізацію рівня схильності до інвестування на місцевих ринках для груп

країн за різним рівнем економічного розвитку. За вертикальною віссю – агрегований індекс схильності до інвестування на місцевих ринках акцій і облігацій від 0 до 1.

Із рис. 1 видно, що найнижчий рівень схильності до інвестування на місцевих ринках спостерігається у країнах із розвинутими ринками. До 2009 р. мала місце тенденція до зниження показника, однак після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. частка активів місцевих ринків в інвестиційних портфелях знову зростає. Лише з 2013 р. спостерігається зростання рівня міжнародної диверсифікації. Країни Азійського регіону з ринками, що формуються, повторюють тенденції країн із розвинутими ринками, але залишаються на трохи нижчому рівні за міжнародною диверсифікацією. Країни Центральної та Східної Європи, Африки та Латинської Америки з ринками, що формуються, демонструють поступове зниження індексу, але досі мають високу частку місцевих активів у портфелях.

П. Одьє та Б. Солнік, досліджуючи показники дохідності для фінансових інструментів країн із ринками, що формуються, порівняно з країнами з розвинутими ринками, довели, що їхні фінансові інструменти мають вищу дохідність та, відповідно, вищий ризик [46]. Вони вивели, що кореляція між дохідністю інструментів країн з ринками, що формуються, та міжнародним індексом розвинутих ринків становить 0,31, і довели, що переваги від міжнародної диверсифікації за рахунок ринків, що формуються, набагато більші за переваги інвестицій винятково в інструменти розвинутих ринків [13; 46]. У табл. 1 можна побачити, що дохідність індексу MSCI для країн із ринками, що формуються, є вищою за дохідність індексу для країн з розвинутими ринками, однак одночасно вищими є ризики такого портфеля. Оптимальним варіантом вибору для інвестора буде індекс MSCI для двох груп країн одночасно: країн із розвинутими ринками і країн із ринками, що формуються (індекс MSCI ACWI). Для цього індексу дохідність є вищою порівняно з індексом розвинутих ринків, але водночас ризик є нижчим, аніж в індексі для країн із ринками, що формуються.

Проблема полягає у тому, що упродовж останніх десятиліть унаслідок глобалізації торгівлі та фінансових ринків зростає кореляція між дохідностями фінансових інструментів на ринках різних країн. Зростання кореляції

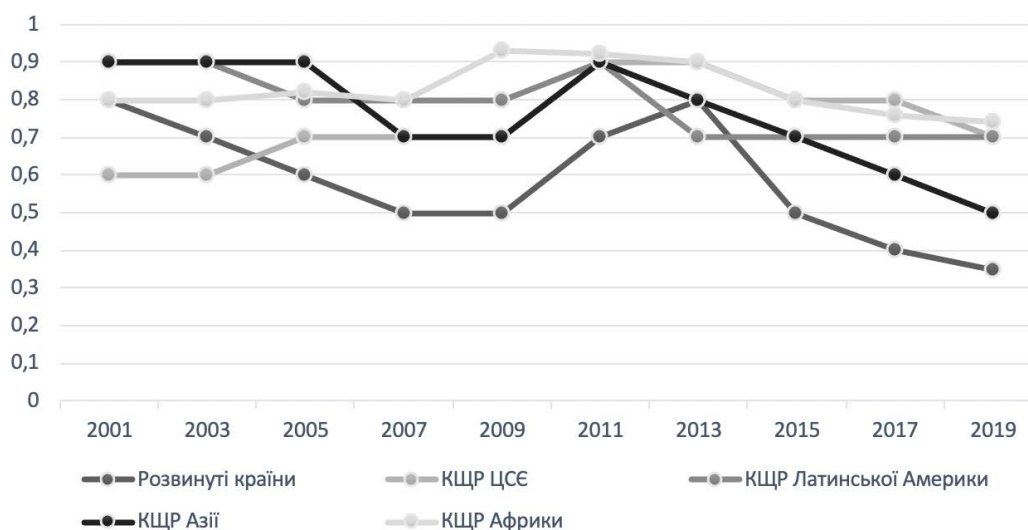


Рис. 1. Схильність до інвестування на місцевих ринках акцій і облігацій

Джерело: складено за [17]

Таблиця 1

Річна дохідність групи індексів MSCI, %

Рік	MSCI World	MSCI EM	MSCI ACWI
2020	15,90	18,31	16,25
2019	27,67	18,42	26,60
2018	-8,71	-14,57	-9,41
2017	22,40	37,28	23,97
2016	7,51	11,19	7,86
2015	-0,87	-14,92	-2,36
2014	4,94	-2,19	4,16
2013	26,68	-2,60	22,80
2012	15,83	18,22	16,13
2011	-5,54	-18,42	-7,35
2010	11,76	18,88	12,67
2009	29,99	78,51	34,63
2008	-40,71	-53,33	-42,19
2007	9,04	39,42	11,66

Джерело: складено авторами за [42]

є результатом періоду стрімкої лібералізації руху факторів виробництва, зокрема за рахунок інтеграційних процесів на фінансових ринках. Звісно, в епоху глобальної невизначеності та неопрожекціонізму складно передбачити майбутнє поступу лібералізації. Зростання кореляцій дохідностей фінансових активів по всьому світу ставить питання про те, чи зменшилися, відповідно, вигоди від міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля для інвесторів. Низка кореляційно-регресійних моделей дає можливість зробити висновок, що зростання ступеню кореляції дохідностей на ринках акцій та облігацій мало вплинуло або зовсім не вплинуло на переваги міжнародної диверсифікації. Цей висновок підтверджується порівняно незмінним кількісним складом середньостатистичних інвестиційних портфелів [59].

У табл. 2 наведено дані стосовно часток портфелів окремих країн в активах іноземного та місцевого ринків. Країни розташовані у спадному порядку від найбільшої частки активів місцевого ринку у портфелі до найменшої. Перші два місця займають Китай та Японія, держави з традиційно низьким рівнем міжнародної диверсифікації через низку інституційних та біхевіористських факторів. США посідають третє місце, що пояснюється найбільшою кількістю інвестиційних фондів у світі, у результаті чого інвесторам немає сенсу вкладати кошти в іноземні фонди. Юрисдикції, які мають статус міжнародних фінансових центрів, такі як Гонконг та Люксембург, традиційно мають низьку частку активів місцевого ринку, оскільки, власне, й є уособленням переваг міжнародної портфельної диверсифікації.

Незважаючи на численні дослідження, питання про причини схильності до інвестування на місцевих ринках досі залишається відкритим. Учені так і не змогли дійти консенсусу щодо основного чинника впливу на рішення стосовно розміщення частки портфеля в інструментах місцевого ринку. П. Г'ю виділяє три підходи до аналізу явища схильності до інвестування на місцевих ринках [30]. По-перше, макроекономічний підхід, за якого аналізуються різноманітні макроекономічні ризики як чинники існування схильності до інвестування на місцевих ринках, при цьому інвестори є раціональними. По-друге, теорія фінансів, за якої схильність до інвестування на місцевих ринках аналізується через максимізацію дохідності міжнародного інвестиційного портфеля та/або мінімізацію ризиків, при цьому інвестори також є раціональними. По-третє, підхід теорії поведінкових фінансів, за якого раціональність інвесторів ставиться під сумнів, а наголос

робиться на різноманітних поведінкових відхиленнях, які впливають на інвестиційні рішення під час формування міжнародного інвестиційного портфеля. Важливий наголос робиться на тому, що всі три підходи варто застосовувати у взаємопов'язаній системі, оскільки жодна із цих теорій окремо не може повною мірою пояснити існування феномену схильності до інвестування на місцевих ринках.

Більшість дослідників схильності до інвестування на місцевих ринках називає основною причиною цього явища транзакційні та інформаційні витрати, які завжди присутні на недосконалих ринках капіталу та зумовлюють високу частку активів місцевого ринку у портфелі. Серед цих дослідників – А. Ахерн, В. Грівер та Ф. Варнок [3], С. Дауде і М. Фратцшер [21], Т. Дворак [22], Ф. Кай і Ф. Варнок [61] та ін.

На протипагу наведеній групі вчених інші дослідники не погоджуються із впливом транзакційних витрат на формування портфеля. Л. Тезар та І. Вернер доходять висновку, що значні обсяги транскордонних потоків капіталу та високі коефіцієнти дохідності інвестицій в іноземний акціонерний капітал свідчать про те, що транзакційні витрати не є основною причиною високої частки місцевих активів у портфелі [57].

За поведінкового підходу причиною досліджуваної схильності є психологічні чинники, оскільки інвестори сприймають зарубіжні ринки як щось невідоме, малодос-

Таблиця 2

Частки портфелів окремих країн в активах іноземного та місцевих ринків станом на 2020 р.

Країна	Частка країни у світовій ринковій капіталізації, %	Середня кількість інвестиційних фондів	Частка портфеля в іноземних активах, %	Частка портфеля в активах місцевого ринку, %
Китай	5,7	920	3,1	96,9
Японія	7,8	760	4,2	95,8
США	47,6	7500	15,6	80,4
Франція	4,8	1350	39,2	60,8
Канада	8,4	2400	49,1	56,9
Німеччина	3,9	4600	67,2	32,8
Великобританія	2,8	1500	70,1	26,5
Нідерланди	1,8	720	74,7	25,3
Гонконг	3,0	500	82,7	19,3
Люксембург	0,8	650	88,3	11,7
Швейцарія	2,9	1200	90,3	9,7

Джерело: складено авторами за [17]

ліджене, невизначене. Подібне сприйняття призводить до того, що реальні передумови підвищення ефективності інвестиційних портфельів унаслідок їх міжнародної диверсифікації ігнорують, і такі інвестори віддають перевагу інвестуванню на місцевих ринках. Останні є для інвесторів психологічно близькими, безпечними, зрозумілими, комфортними. Схильність до інвестування на місцевих ринках є притаманною більшою мірою приватним, а не інституційним інвесторам. Причиною цього виступає той факт, що інституційні інвестори мають професійний штат, який займається портфельним менеджментом. Вони добре обізнані з наявними теоріями та підходами, значно меншою мірою керуються емоціями. Приватні ж інвестори частіше перебувають під впливом ментальних чинників, що інкорпоровані до їхнього попиту на інвестиційні стратегії (портфелі). У такий спосіб вони й стримують інституційних інвесторів від інвестування за кордон. Сучасними науковцями проведено багато теоретичних досліджень та емпіричних тестів зазначеної схильності [20; 41; 43]. Біхевіористський підхід ураховує інші важливі причини, такі як інституційні бар'єри, податки й транзакційні витрати, необхідність хеджування ризику купівельної спроможності, реальна інформаційна асиметрія тощо. Варто зазначити, що поведінковий підхід найбільше наблизився до пояснення виникнення явища схильності до інвестування на місцевих ринках, але все ж таки не здатен повністю його обґрунтувати. Х. Леві, наприклад, досліджуючи цей феномен через призму інших поведінкових відхилень, доходить висновку, що ефект наговпу не може повністю пояснити причини існування схильності до інвестування на місцевих ринках [35].

М. Фідора, М. Фратцшер та Кр. Тіман доходять висновку, що близько 20% коливань у рівнях часток місцевих активів у портфелях різних країн пояснюються волатильністю реального валютного курсу [24]. За таких умов частка місцевих активів буде вищою для портфеля з активів із нижчою волатильністю доходності у місцевій валюті. Дослідники вказують, що частка місцевих активів буде вищою для портфеля з облігацій, аніж для портфеля з акцій, оскільки доходність облігацій менш волатильна, ніж доходність акцій.

Інша група вчених підходить до дослідження з позиції міжнародної моделі оцінювання капітальних активів (ICAPM), розглядаючи можливу роль ризиків. Й. Купер та Е. Капланіс вказують, що гіпотеза про доцільність місцевих інвестицій для хеджування від інфляції не підтверджується [16]. Своєю чергою, Н. Курдасьє та П. Гуріншас підтверджують, що міжнародний портфель з облігацій хеджує інвестора від ризиків реального валютного курсу, а місцеві акції здатні диверсифікувати нефінансові ризики для доходності [15].

У дослідженні ЄЦБ указується, що схильність до інвестування на місцевих ринках у країнах зони Євро значно нижча, ніж це вважалося [60]. Проблема полягає у методології вимірювання результативного показника. Якщо за основу походження інвестицій береться країна походження інвестора, а не місце реєстрації інвестиційного фонду, то показник схильності до інвестування на місцевих ринках виявляється втричі нижчим. Це пояснюється тим, що інвестори країн Зони євро вкладають більшу частину свого капіталу у фонди, зареєстровані у фінансових центрах, таких як Люксембург та Ірландія, що мають вищий ступінь міжнародної диверсифікації портфельів, аніж фонди, зареєстровані в інших країнах Зони євро [60]. Д. Шонмейкер і Т. Бош [48] вказують, що впровадження євро знизило рівень схильності до інвестування на місцевих ринках для портфельів облігацій, у результаті чого інвестори перевели

свої інвестиції з переважно внутрішніх ринків на ринки країн Зони євро. Автори стверджують, що членство країни в інтеграційному угрупованні відіграє важливу роль у прийнятті інвестиційних рішень [48]. А. Мартінс, досліджуючи існування схильності до інвестування на місцевих ринках у країнах ЄС через призму парадоксу Фельдштейна-Хоріоки, доводить, що внаслідок світової фінансової кризи 2008–2009 рр. рівень цього поведінкового відхилення у країнах ЄС зріс у період 2007–2020 рр. порівняно з періодом 1993–2007 рр. [39].

У роботі У. Боуза, Р. МакДональда та С. Цукаса наведено висновок про те, що рівень освіченості грає важливу роль у зниженні рівня схильності до інвестування на місцевих ринках, особливо для країн, що розвиваються, порівняно з розвинутими країнами [8]. Ф. Бранш у своїй роботі зазначає, що для США рівень фінансової освіченості домогосподарств також знижує частку активів місцевого ринку у портфелі [10]. Більше того, поради професійних інвестиційних консультантів не впливають на рішення домогосподарств щодо міжнародної диверсифікації [10]. Е. Чен у дослідженні, присвяченому складу портфеля соціально відповідальних інвесторів, дійшов висновку, що крім географічного чинника на схильність портфельних інвесторів до інвестування на місцевих ринках також впливає чинник етичних переконань [55].

П. Серку та Р. Ванпе висловили думку, що ані виключно інституційний підхід, ані біхевіористський не пояснюють повністю досліджуване явище [51]. Вони виявили, що ступінь схильності до інвестування на місцевих ринках значною мірою залежить від методу вимірювання. Окрім того, дослідники вказали, що за останні 20 років спостерігається стійка, помірна тенденція до підвищення рівня диверсифікації портфеля. К. Ардалан, досліджуючи вплив різноманітних чинників на прийняття інвестиційних рішень, доходить висновку, що жоден чинник не є виключним у своєму впливі на поведінку інвестора й казує, що теоретична модель з урахуванням усіх емпірично підтверджених чинників впливу буде надзвичайно складною [4]. У табл. 3 систематизовано чинники, які досліджено в наявних теоретичних публікаціях та емпіричних дослідженнях.

Різниця в очікуваннях та інформаційна асиметрія є одними з причин виникнення схильності до інвестування на місцевих ринках, скажімо, надмірно оптимістичне ставлення до можливостей внутрішнього ринку. Деякі інвестори переконані, що активи місцевого ринку мають вищу доходність і здатні краще захистити від інфляційних ризиків. Із протилежних міркувань інвестори негативно ставляться до зовнішніх ринків. Б. Флоренцен, досліджуючи рішення портфельних інвесторів, дійшов висновку, що 14% схильності до інвестування на місцевих ринках пояснюється інформаційними асиметріями та ступенем обізнаності з ринком. Дослідник також стверджує, що індивідуальні інвестори-іноземці, які нещодавно переїхали до нової країни, мають нижчу частку активів місцевого ринку у портфелі, однак зі збільшенням часу перебування у країні ця частка збільшується [25]. Окрім того, інвестори можуть ставитися до зовнішніх ринків як до більш ризикованих через відсутність інформації про такі ринки, що спонукає їх вкладати значну частину інвестицій в активи місцевого ринку. Інвестори охоче інвестують у фінансові активи, про які вони мають достатньо інформації. Будь-які невідомі для інвестора речі сприймаються як потенційно ризикові. М. Ляо зазначає, що рівень концентрації інвестицій та схильність до інвестування на місцевих ринках мають прямий зв'язок із доступністю інформації [37]. Отже, якщо інвестори не мають достатньо інформа-

Чинники схильності до інвестування на місцевих ринках

Інституційні чинники	Компліментарні місцевим інвестиційним інструментам послуги або переваги; інституційно-правові обмеження на іноземне інвестування; обмеження на короткі продажі; неринкові сектори економіки; ступінь розвитку економіки; ступінь розвитку освітньої системи; ступінь розвитку ринків капіталу; ступінь захисту інвесторів; слабкі зовнішньоторговельні зв'язки; слабкі міграційні потоки; інші інституційні бар'єри.
Біхевіористські чинники	Очікування інвесторів щодо майбутньої дохідності; страх перед незнайомим; політичні та культурні бар'єри; відсутність спільної мови; інші поведінкові викривлення.
Транзакційні чинники	Інформаційні витрати; ризик реального обмінного курсу; ризики паритету купівельної спроможності; інші валютні ризики; податок на прибуток від іноземних інвестицій; податок на вивіз капіталу; асиметрія інформації; інші транзакційні витрати.
Інші чинники	Відсутність досвіду для оцінювання переваг міжнародної диверсифікації; політичні ризики; практики корпоративного управління; необхідність хеджування боргових фінансових інструментів; хеджування проти ризику інфляції; відсутність освіти у галузі фінансів; проблеми емпіричного тестування.

Джерело: складено авторами

ції про певний зовнішній ринок, вони просто не вкладатимуть у нього кошти. Більше того, навіть якщо відсутній валютний ризик, інвестори все одно розглядатимуть іноземні активи як більш ризикові, ніж активи місцевого ринку. Тому вони вважають за краще конструювати інвестиційний портфель зі значною часткою активів місцевого ринку. Якщо інвестор вирішить інвестувати в інструменти іноземного ринку, він буде вибирати відомі йому БНП, які, бажано, мають підрозділ у країні його резидентності, навіть у разі, коли такі БНП мають вищий рівень ризику і менший рівень дохідності за невідомі інвестору компанії. Л. Нг дослідила той факт, що менеджмент взаємних фондів віддають перевагу в інвестуванні тим компаніям, що мають представництва у країні інвестора, навіть якщо така компанія є менш відомою [31]. С. Бланк у своєму дослідженні знаходить підтвердження, що акції багатонаціональних підприємств із високим рівнем транснаціоналізації забезпечують вищий рівень диверсифікації для інвесторів [7]. Д. Шумахер у своєму дослідженні стосовно схильності до інвестування у місцеві акції підтверджує, що взаємні фонди віддають перевагу компаніям, які більше представлені на місцевому ринку інвестора [49]. Більше того, дослідження Дж. Корнаджа і К. Корнаджа виявило той факт, що навіть інформація про інвестиційні продукти, якою користуються інвестори, також може бути деформована схильністю до інвестування на місцевих ринках. Дослідники виявили, що на кредитний рейтинг цінного паперу впливають країни походження емітента та кредитного аналітика [18].

Щодо стандартів фінансової звітності М. Бредшоу, досліджуючи ставлення інституційних інвесторів у США до компаній в інших країнах, робить висновок, що якщо компанія, яка не є резидентом США, має високий рівень застосування американських стандартів фінансової звітності, то американські інвестори більше інвестують у таку компанію. Отже, це призводить до збільшення міжнародної диверсифікації портфеля та скорочення частки портфеля в активах місцевого ринку. Запровадження американських стандартів фінансової звітності сприяє скороченню витрат на обробку та аналіз інформації про стан компанії для потенційних інвесторів. Окрім того, інвестори відчують себе більш упевнено та зручно, коли працюють із відомими їм стандартами [9]. А. Ахерн також стверджує, що одним із чинників існування інформаційної асиметрії та інформаційних витрат є стандарти фінансової звітності [3]. Він доводить, що для компаній можливо скоротити інформаційні витрати та частково усунути цю асиметрію для інвесторів шляхом лістингу своїх акцій на іноземних біржах. У дослідженні наводяться такі емпі-

ричні дані: акції лише 18% німецьких компаній пройшли лістинг на фондових біржах США, тоді як цей показник становить 81% для нідерландських компаній. А. Ахерн вважає цей факт однією із можливих причин того, чому у складі інвестиційного портфеля американських інвесторів акцій німецьких компаній менше, ніж акцій компаній із Нідерландів. Слід зазначити, що така особливість акцій нідерландських компаній також пов'язана з тим, що Нідерланди виступають великим офшорним фінансовим центром, чий можливості для структуризації бізнес-процесів є привабливими для багатьох багатонаціональних підприємств. А. Ахерн також вважає, що якби акції усіх компаній світу пройшли лістинг на фондових біржах США, то вдалося би значно скоротити явище схильності до інвестування на місцевих ринках. Р. Аггарвал указує на те, що на рішення інвесторів про склад портфелів взаємних фондів США впливають, зокрема, декілька чинників, пов'язаних зі стандартами фінансової звітності, а саме стандарти бухгалтерського обліку, забезпечення прав акціонерів та правова система [2].

На нетоварний сектор економіки припадає близько 60% від сукупного споживання. Наявність такої форми споживання змушує інвесторів вкладати значну частку портфеля в активи місцевого ринку. Таким чином, інвестор хеджує ризики, пов'язані з нетоварним сектором, шляхом інвестування у місцевий товарний сектор. Іншими словами, інвестор убачає, що краще інвестувати у місцеві активи, оскільки існує негативна кореляція між товарним і нетоварним секторами. Однак дослідження М. Бакстера та У. Джермана [6] не підтвердило, що нетоварний сектор економіки є причиною схильності до інвестування на місцевих ринках.

На рис. 2 можна побачити, що схильність до інвестування на місцевих ринках залежить від обсягу інвестицій. Чим більшими є капіталовкладення, тим більшим є ступінь міжнародної диверсифікації інвестиційного портфеля. Наприклад, для інвестицій менше 20 тис. дол. США рівень міжнародної диверсифікації становить лише 1%, тоді як для інвестицій від 100 тис. дол. США рівень міжнародної диверсифікації перевищує 8% [32]. Зазначена тенденція може пояснюватися декількома чинниками. Зазвичай чим більшими є обсяги інвестиційних коштів та досвід інвестора, тим більше він використовує міжнародну диверсифікацію портфеля.

Одна з причин існування схильності до інвестування на місцевих ринках полягає у тому, що інвестори таким чином захищають себе від інфляційних ризиків. Однак не існує досліджень, які б однозначно підтверджували тісний взаємозв'язок між дохідністю цінних паперів та

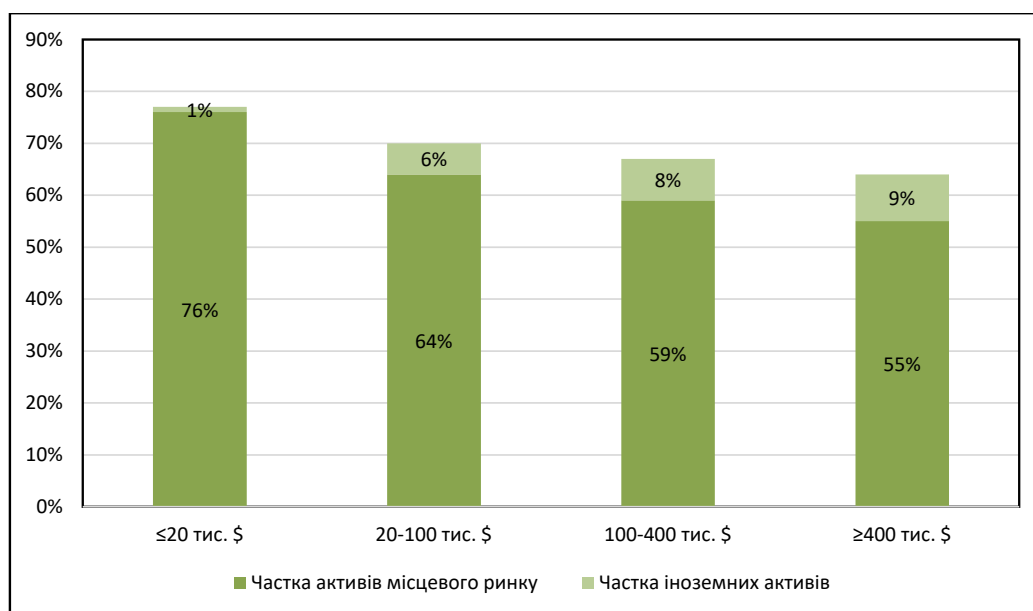


Рис. 2. Вплив обсягу інвестицій на схильність до інвестування на місцевих ринках

Джерело: складено за [32]

рівнем інфляції. Більшою мірою інвестори намагаються хеджувати вартість свого майна, а не загальну інфляцію. Оскільки цінні папери на місцевих ринках корелюють із вартістю майна інвестора, то інвестори віддають перевагу інвестуванню у місцеві активи. Однак ця гіпотеза не є емпірично доведеною [16].

Іншим можливим поясненням схильності до інвестування на місцевих ринках є транзакційні витрати, пов'язані з інвестуванням за кордон. Такі витрати більшою мірою складаються з податків, наприклад податку на вивезений капітал чи податку на прибутки від іноземних інвестицій, та інших транзакційних витрат. Ш. МакДауел, досліджуючи вплив податків на частку інструментів місцевого ринку у портфелі, доходить висновку, що різниця у ставках податку пояснює від 7% до 11% рівня схильності до інвестування на місцевих ринках [40]. К. Сіалм у роботі, присвяченій портфелям хедж-фондів, виявив, що завдяки схильності фондів до інвестування у місцеві хедж-фонди їхні фінансові показники є кращими [52]. Однак таке поведінкове відхилення сприяє сегментації ринку та дестабілізує базові хедж-фонди.

Низка вчених одним із чинників схильності до інвестування на місцевих ринках виділяють контроль над рухом капіталу. Хоча за останні десятиліття відбулася значна лібералізація транскордонного руху капіталу, деякі держави все ще обмежують іноземні інвестиції в акціонерний капітал та вивіз капіталу. Така політика значно впливає на структуру інвестиційних портфелів. Коли держава вводить контроль над рухом капіталом, це створює перешкоди для місцевих або іноземних інвесторів, тому рівень схильності до інвестування на місцевих ринках у таких державах буде вищий.

Ступінь розвитку фінансових ринків чинить суттєвий вплив на досліджувану схильність. За інших рівних умов інвестори, як правило, інвестують у країни з більш розвинутими ринками капіталу, які мають вищий ступінь ліквідності та нижчі транзакційні витрати. Л. Нг доводить, що зниження рівня схильності до інвестування на місцевих ринках у певній країні може допомогти знизити рівень сегментації та вартості капіталу [34]. Автор зазначає, що

незважаючи на політику лібералізації потоків капіталу у країнах, що розвиваються, частка місцевих активів у їхніх інвестиційних портфелях залишається доволі високою. Автор пропонує країнам, що розвиваються, заохочувати інвесторів вкладати капітал в іноземні активи та просувати переваги міжнародної диверсифікації серед місцевих інвесторів. Важливим чинником міжнародної диверсифікації виступає також розмір ринку відповідної країни, оскільки стимулює ліквідність ринку та диверсифікацію ризиків. Інвестори з країн із розвинутими ринками схильні інвестувати кошти у фінансові інструменти ринків, на які припадає значна частка світової капіталізації. Як наслідок, збільшення розмірів внутрішнього ринку країни сприяє її міжнародній диверсифікації [13].

Практика корпоративного управління – ще один чинник впливу на схильність до інвестування на місцевих ринках. Одним з інституційних чинників її існування виступає корпоративне управління компанією. М. Дальквіст наводить такі дані: у 51 країні світу 32% акцій компанії узагалі не торгуються на ринку, а тому ці акції є недоступними для портфельних інвесторів [19]. Володіння такими компаніями зазвичай здійснюється обмеженою кількістю приватних акціонерів (наприклад, членів однієї родини). У деяких країнах відсоток зазначених компаній є нижчим, як, приміром, у США або Канаді. Отже, М. Дальквіст робить висновок, що інвестори з об'єктивних причин не здатні володіти портфелем світового ринку, який існує за умови, що всі акції у світі є доступними на фондовому ринку (free float). Навіть якщо інвестори прагнули б володіти таким портфелем, незалежно від їх схильності до інвестування на місцевих ринках, це не є повністю можливим. Особливість цього чинника частково пояснює, на думку М. Дальквіста, чому у США порівняно з деякими іншими країнами схильність до інвестування на місцевих ринках є нижчою [19]. А. Мішра, досліджуючи вплив інституційної якості на корпоративне управління, доходить схожих висновків. Він доводить існування позитивної кореляції між інституційною якістю та схильністю до інвестування на місцевих ринках і стверджує, що високопрофесійне корпоративне управління призво-

дить до зниження цієї схильності [41]. Якщо у компанії постерігається низька якість корпоративного управління, то інвестори менш схильні інвестувати у подібні компанії та більш схильні до інвестицій на внутрішніх фінансових ринках країни своєї приналежності.

Інвестори також більш схильні інвестувати кошти у ринки країн із розвинутою правовою системою. Зазвичай у країнах із розвинутими фінансовими ринками існує розвинута правова система. Інвестори беруть до уваги такі характеристики: тип правової системи, верховенство права, стандарти бухгалтерського обліку та аудиту, ступінь захисту прав міноритарних акціонерів, ризики експропріації, ефективність судової системи та ін.

Висновки. Концепція міжнародної диверсифікації є одним із фундаментальних складників сучасної теорії міжнародного портфельного інвестування. Переваги міжнародної диверсифікації, такі як зниження ризику портфеля або підвищення дохідності не викликають сумнівів у дослідників. Це призводить до підвищення ефективності інвестиційних портфелів. Однак інвестори не використовують переваги міжнародної диверсифікації повною мірою, як це передбачає теорія. Фактичний склад більшості інвестиційних портфелів містить значну частку цінних паперів місцевих ринків. Така суперечність виникає переважно через існування так званої схильності до інвес-

тування на місцевих ринках. Вона, зокрема, призводить до того, що моделі міжнародної диверсифікації ставлять під сумнів, але внаслідок великої кількості проведених емпіричних тестів виявлено, що основною причиною низького рівня міжнародної диверсифікації є не теоретичні недоліки моделей, а рішення окремих інвесторів.

Для деяких країн частка місцевих активів у портфелях інвесторів залишається доволі значною, однак учені відзначають стійкий помірний тренд до збільшення рівня міжнародної диверсифікації інвестиційних портфелів у світі, який був перерваний світовою фінансовою кризою 2008–2009 рр.

Попри численні дослідження як теоретичного, так і емпіричного плану учені так і не змогли остаточно відповісти на питання про причини схильності до інвестування на місцевих ринках. Обгрунтовано багато різних припущень, хоча подекуди напрям впливу окремих чинників трактується у протилежному напрямі. У цілому ж наявні чинники формування досліджуваної схильності можна згрупувати в чотири категорії: інституційні чинники, біхевіористські чинники, транзакційні чинники та група інших чинників. Ми віддаємо перевагу у поясненні причин схильності до інвестування на місцевих ринках біхевіористським чинникам, які отримують дедалі потужнішу емпіричну підтримку.

Список використаних джерел:

1. Дзюба П. Бігевіоризм: еволюція та місце в теорії міжнародного портфельного інвестування. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2019. № 6. С. 89–104.
2. Aggarwal R., Klapper L., Wyszocki P.D. Portfolio preferences of foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*. 2005. Т. 29. № 12. С. 2919–2946.
3. Ahearne A.G., Grier W.L., Warnock F.E. Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of international economics*. 2004. Т. 62. № 2. С. 313–336.
4. Ardalán K. Equity home bias: A review essay. *Journal of Economic Surveys*. 2019. Vol. 33. № 3. P. 949–967.
5. Baltzer M., Stolper O., Walter A. Is local bias a cross-border phenomenon? Evidence from individual investors' international asset allocation. *Journal of Banking & Finance*. 2013. Т. 37. № 8. С. 2823–2835.
6. Baxter M., Jermann U.J. The international diversification puzzle is worse than you think. *National Bureau of Economic Research*. 1995. № w5019.
7. Blank S., Hoffmann M., Roth M.A. Foreign direct investment and the equity home bias puzzle. 2020.
8. Bose U., MacDonald R., Tsoukas S. Education and the local equity bias around the world. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2015. Vol. 39. P. 65–88.
9. Bradshaw M.T., Bushee B.J., Miller G.S. Accounting choice, home bias, and US investment in non – US firms. *Journal of Accounting Research*. 2004. Т. 42. № 5. С. 795–841.
10. Bransch F. Financial Literacy and Home Bias in Household Investments. Available at: SSRN 3596746, 2020.
11. Chan K., Covrig V., Ng L. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *The Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. № 3. P. 1495–1534.
12. Chiou W.J.P., Lee A.C., Chang C.C. A. Do investors still benefit from international diversification with investment constraints? *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2009. Т. 49. № 2. С. 448–483.
13. Chniguir M., Kefi M., Henchiri J. The determinants of home bias in stock portfolio: An emerging and developed markets study. arXiv preprint arXiv:1804.05103. 2018.
14. Coeurdacier N. Home bias in open economy financial macroeconomics. *Journal of Economic Literature*. 2013. № 1. P. 45–67.
15. Coeurdacier N., Gourinchas P.O. When bonds matter: Home bias in goods and assets. *Journal of Monetary Economics*. 2016. Vol. 82. P. 119–137.
16. Cooper I., Kaplanis E. Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. *The Review of Financial Studies*. 1994. Vol. 7. № 1. P. 45–60.
17. Coordinated Portfolio Investment Survey. – International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm> (дата звернення: 19.09.2020).
18. Cornaggia J.N., Cornaggia K.J., Israelsen R.D. Where the heart is: information production and the home bias. *Management Science*. 2020.
19. Dahlquist M. et al. Corporate governance and the home bias. *Journal of financial and quantitative analysis*. 2003. С. 87–110.
20. Daly K., Vo X.V. The Determinants of Home Bias Puzzle in Equity Portfolio Investment in Australia. *International Review of Financial Analysis*. 2013. Vol. 27. P. 34–42.
21. Daude C., Fratzscher M. The pecking order of cross-border investment. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 74. № 1. P. 94–119.
22. Dvořák T. Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia. *The Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. № 2. P. 817–839.
23. Edwards J. et al. (ed.). Recent developments in corporate finance. Cambridge University Press, 1986.

24. Fidora M., Fratzscher M., Thimann C. Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*. 2007. Vol. 26. № 4. P. 631–655.
25. Florentsen B. et al. Turning Local: Home-bias dynamics of relocating foreigners. *Journal of Empirical Finance*. 2020. Vol. 58. P. 436–452.
26. French K.R., Poterba J.M. Investor diversification and international equity markets. *National Bureau of Economic Research*. 1991. № w3609.
27. Gaar E., Scherer D., Schiereck D. The home bias and the local bias: A survey. *Management Review Quarterly*. 2020. P. 1–37.
28. Grauer F.L.A., Litzberger R.H., Stehle R.E. Sharing rules and equilibrium in an international capital market under uncertainty. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. № 3. P. 233–256.
29. Hu C. Industrial specialization matters: A new angle on equity home Bias. *Journal of International Economics*. 2020. T. 126. C. 103354.
30. Hughes P. Home Bias in Greater Resolution – A Sectoral Analysis of Home Bias in the Euro Area : дис. Dublin, National College of Ireland, 2020.
31. Ke D., Ng L., Wang Q. Home bias in foreign investment decisions. *Journal of International Business Studies*. 2010. Vol. 41. № 6. P. 960–979.
32. Keep Home Bias Out. SigFig Wealth Management, LLC. URL: <https://www.cambridgesavings.com/learning/investing/keep-home-bias-out>
33. Kim K., Kim S.H. Explaining equity home bias using hedging motives against real exchange rate and wage risks. *International Review of Economics & Finance*. 2021. T. 73. C. 30–43.
34. Lau S.T., Ng L., Zhang B. The world price of home bias. *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 97. № 2. P. 191–217.
35. Levy H. The Investment Home Bias with Peer Effect. *Journal of Risk and Financial Management*. 2020. T. 13. № 5. C. 94.
36. Levy H., Sarnat M. International diversification of investment portfolios. *The American Economic Review*. 1970. Vol. 60. № 4. P. 668–675.
37. Liao M.H., Kuo W.L., Chan Y.L. Investment Concentration and Home Bias. International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing. Springer, Cham, 2020. P. 573–578.
38. Lin M., Viswanathan S. Home bias in online investments: An empirical study of an online crowdfunding market. *Management Science*. 2016. Vol. 62. № 5. P. 1393–1414.
39. Martins A. et al. Investment Home Bias in the European Union. *ISEG-Lisbon School of Economics and Management, REM, Universidade de Lisboa*. 2020. № 2020/0139.
40. McDowell S., Lee J.B., Marsden A. The potential effect of taxes on the equity home bias in New Zealand PIEs. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2020. Vol. 62.
41. Mishra A.V. Measures of Equity Home Bias Puzzle. *Journal of Empirical Finance*. 2015. Vol. 34. P. 293–312.
42. MSCIindexes.MSCIWorldIndex.MorganStanleyCapitalInternational. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>
43. Mukherjee R., Paul S., Shankar S. Equity Home Bias – A Global Perspective from the Shrunk Frontier. *Economic Analysis and Policy*. 2018. Vol. 57. P. 9–21.
44. Muradoglu Y.G., Levis M., Vasileva K. «Near-Home Bias» in Foreign Direct Investments. Available at: SSRN 1359168. 2010.
45. Narayan S., Rehman M.U. Can home-biased investors diversify interregionally in the long run? *Economic Modelling*. 2021. T. 97. C. 167–181.
46. Odier P., Solnik B. Lessons for international asset allocation. *Financial Analysts Journal*. 1993. T. 49. № 2. P. 63–77.
47. Pool V.K., Stoffman N., Yonker S.E. No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice. *The Review of Financial Studies*. 2012. T. 25. № 8. P. 2563–2599.
48. Schoenmaker D., Bosch T. Is the home bias in equities and bonds declining in Europe? *Investment Management and Financial Innovations*. 2008. Vol. 5. P. 90–102.
49. Schumacher D. Home bias abroad: Domestic industries and foreign portfolio choice. *The Review of Financial Studies*. 2018. Vol. 31. № 5. P. 1654–1706.
50. Sercu P. A generalisation of the international asset pricing model. *DTEW Research Report 8002*. 1980.
51. Sercu P., Vanpee R. Home bias in international equity portfolios: A review. Available at: SSRN 1025806, 2007.
52. Sialm C., Sun Z., Zheng L. Home bias and local contagion: evidence from funds of hedge funds. *The Review of Financial Studies*. 2020. Vol. 33. № 10. P. 4771–4810.
53. Solnik B.H. An equilibrium model of the international capital market. *Journal of economic theory*. 1974. Vol. 8. № 4. P. 500–524.
54. Solnik B.H. Why not diversify internationally rather than domestically? *Financial analysts journal*. 1974. Vol. 30. № 4. P. 48–54.
55. Te Chen E., Nainggolan Y.A. Distance bias of socially responsible investment. *Social Responsibility Journal*. 2018.
56. Tesar L.L. et al. Home bias and the globalization of securities markets. 1992.
57. Tesar L.L., Werner I.M. Home bias and high turnover. *Journal of international money and finance*. 1995. Vol. 14. № 4. P. 467–492.
58. Valchev R. et al. Dynamic information acquisition and home bias in portfolios. Society for Economic Dynamics, 2017. № 1486.
59. Viceira L.M., Wang Z.K. Global portfolio diversification for long-horizon investors. *National Bureau of Economic Research*. 2018. № w24646.
60. Vivar L.M., Lambert C., Wedow M., Giuzio M. Is the home bias biased? New evidence from the investment fund sector. Financial Integration and Structure in the Euro Area. ECB Publications, 2020.
61. Warnock F.E., Cai F. International diversification at home and abroad. *International Finance Discussion Paper*. 2004. № 793.

References:

1. Dziuba, P. (2019). Bihevoryzm: evolutsiya ta mistse v teorii mizhnarodnoho portfelnoho investuvannya [Behaviorism: evolution and place in international portfolio investing theory]. *Zovnishnya torhivlya: ekonomika, finansy, pravo*, 6, 89–104.
2. Aggarwal, R., Klapper, L., & Wysocki, P. D. (2005). Portfolio preferences of foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 29(12), 2919–2946.

3. Ahearne, A.G., Grier, W.L., & Warnock, F.E. (2004). Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of international economics*, 62(2), 313–336.
4. Ardalán, K. (2019). Equity home bias: A review essay. *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 949–967.
5. Baltzer, M., Stolper, O., & Walter, A. (2013). Is local bias a cross-border phenomenon? Evidence from individual investors' international asset allocation. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2823–2835.
6. Baxter, M., & Jermann, U.J. (1995). The international diversification puzzle is worse than you think (No. w5019). *National Bureau of Economic Research*.
7. Blank, S., Hoffmann, M., & Roth, M.A. (2020). Foreign direct investment and the equity home bias puzzle.
8. Bose, U., MacDonald, R., & Tsoukas, S. (2015). Education and the local equity bias around the world. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 39, 65–88.
9. Bradshaw, M.T., Bushee, B.J., & Miller, G.S. (2004). Accounting choice, home bias, and US investment in non-US firms. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 795–841.
10. Bransch, F. (2020). Financial Literacy and Home Bias in Household Investments. Available at: SSRN 3596746
11. Chan, K., Covrig, V., & Ng, L. (2005). What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *The Journal of Finance*, 60(3), 1495–1534.
12. Chiou, W.J.P., Lee, A.C., & Chang, C.C.A. (2009). Do investors still benefit from international diversification with investment constraints?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 448–483.
13. Chniguir, M., Kefi, M., & Henchiri, J. (2018). The determinants of home bias in stock portfolio: An emerging and developed markets study. *arXiv preprint arXiv:1804.05103*.
14. Coeurdacier, N., & Gourinchas, P.O. (2016). When bonds matter: Home bias in goods and assets. *Journal of Monetary Economics*, 82, 119–137.
15. Coeurdacier, N., & Rey, H. (2013). Home bias in open economy financial macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, 51(1), 63–115.
16. Cooper, I., & Kaplanis, E. (1994). Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 45–60.
17. Coordinated Portfolio Investment Survey. International Monetary Fund.
18. Cornaggia, J.N., Cornaggia, K.J., & Israelsen, R.D. (2020). Where the heart is: information production and the home bias. *Management Science*.
19. Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., & Williamson, R. (2003). Corporate governance and the home bias. *Journal of financial and quantitative analysis*, 87–110.
20. Daly, K., & Vo, X.V. (2013). The determinants of home bias puzzle in equity portfolio investment in Australia. *International Review of Financial Analysis*, 27, 34–42.
21. Daude, C., & Fratzscher, M. (2008). The pecking order of cross-border investment. *Journal of International Economics*, 74(1), 94–119.
22. Dvořák, T. (2005). Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia. *The Journal of Finance*, 60(2), 817–839.
23. Edwards, J., Franks, J., Mayer, C., & Schaefer, S. (Eds.). (1986). Recent developments in corporate finance. Cambridge University Press.
24. Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 631–655.
25. Florentsen, B., Nielsson, U., Raahauge, P., & Rangvid, J. (2020). Turning Local: Home-bias dynamics of relocating foreigners. *Journal of Empirical Finance*, 58, 436–452.
26. French, K.R., & Poterba, J.M. (1991). Investor diversification and international equity markets (No. w3609). *National Bureau of Economic Research*.
27. Gaar, E., Scherer, D., & Schiereck, D. (2020). The home bias and the local bias: A survey. *Management Review Quarterly*, 1–37.
28. Grauer, F.L., Litzenberger, R.H., & Stehle, R.E. (1976). Sharing rules and equilibrium in an international capital market under uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 233–256.
29. Hu, C. (2020). Industrial specialization matters: A new angle on equity home Bias. *Journal of International Economics*, 126, 103354.
30. Hughes, P. (2020). *Home Bias in Greater Resolution – A Sectoral Analysis of Home Bias in the Euro Area* (Doctoral dissertation, Dublin, National College of Ireland).
31. Ke, D., Ng, L., & Wang, Q. (2010). Home bias in foreign investment decisions. *Journal of International Business Studies*, 41(6), 960–979.
32. Keep Home Bias Out. SigFig Wealth Management, LLC. URL: <https://www.cambridgesavings.com/learning/investing/keep-home-bias-out>
33. Kim, K., & Kim, S.H. (2021). Explaining equity home bias using hedging motives against real exchange rate and wage risks. *International Review of Economics & Finance*, 73, 30–43.
34. Lau, S.T., Ng, L., & Zhang, B. (2010). The world price of home bias. *Journal of Financial Economics*, 97(2), 191–217.
35. Levy, H. (2020). The Investment Home Bias with Peer Effect. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 94.
36. Levy, H., & Sarnat, M. (1970). International diversification of investment portfolios. *The American Economic Review*, 60(4), 668–675.
37. Liao, M.H., Kuo, W.L., & Chan, Y.L. (2020, July). Investment Concentration and Home Bias. In International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing (pp. 573–578). Springer, Cham.
38. Lin, M., & Viswanathan, S. (2016). Home bias in online investments: An empirical study of an online crowdfunding market. *Management Science*, 62(5), 1393–1414.
39. Martins, A. (2020). *Investment Home Bias in the European Union* (No. 2020/0139). ISEG-Lisbon School of Economics and Management, REM, Universidade de Lisboa.
40. McDowell, S., Lee, J.B., & Marsden, A. (2020). The potential effect of taxes on the equity home bias in New Zealand PIEs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101375.
41. Mishra, A.V. (2015). Measures of equity home bias puzzle. *Journal of Empirical Finance*, 34, 293–312.
42. MSCI indexes. MSCI World Index. Morgan Stanley Capital International. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/149ed-7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>
43. Mukherjee, R., Paul, S., & Shankar, S. (2018). Equity home bias – A global perspective from the shrunk frontier. *Economic Analysis and Policy*, 57, 9–21.

44. Muradoglu, Y.G., Levis, M., & Vasileva, K. (2010). 'Near-Home Bias' in Foreign Direct Investments. Available at: SSRN 1359168
45. Narayan, S., & Rehman, M.U. (2021). Can home-biased investors diversify interregionally in the long run? *Economic Modelling*, 97, 167–181.
46. Odier, P., & Solnik, B. (1993). Lessons for international asset allocation. *Financial Analysts Journal*, 49(2), 63–77.
47. Pool, V.K., Stoffman, N., & Yonker, S.E. (2012). No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice. *The Review of Financial Studies*, 25(8), 2563–2599.
48. Schoenmaker, D., & Bosch, T. (2008). Is the home bias in equities and bonds declining in Europe? *Investment Management and Financial Innovations*, 5, 90–102.
49. Schumacher, D. (2018). Home bias abroad: Domestic industries and foreign portfolio choice. *The Review of Financial Studies*, 31(5), 1654–1706.
50. Sercu, P. (1980). A generalisation of the international asset pricing model. *DTEW Research Report 8002*.
51. Sercu, P., & Vanpee, R. (2007). Home bias in international equity portfolios: A review. Available at: SSRN 1025806
52. Sialm, C., Sun, Z., & Zheng, L. (2020). Home bias and local contagion: evidence from funds of hedge funds. *The Review of Financial Studies*, 33(10), 4771–4810.
53. Solnik, B.H. (1974). An equilibrium model of the international capital market. *Journal of economic theory*, 8(4), 500–524.
54. Solnik, B.H. (1974). Why not diversify internationally rather than domestically? *Financial analysts journal*, 30(4), 48–54.
55. Te Chen, E., & Nainggolan, Y.A. (2018). Distance bias of socially responsible investment. *Social Responsibility Journal*.
56. Tesar, L.L., & Werner, I.M. (1992). Home bias and the globalization of securities markets.
57. Tesar, L.L., & Werner, I.M. (1995). Home bias and high turnover. *Journal of international money and finance*, 14(4), 467–492.
58. Valchev, R. (2017, January). Dynamic information acquisition and home bias in portfolios. In 2017 Meeting Papers (No. 1486). *Society for Economic Dynamics*.
59. Viceira, L.M., & Wang, Z.K. (2018). *Global portfolio diversification for long-horizon investors* (No. w24646). National Bureau of Economic Research.
60. Vivar L.M., Lambert C., Wedow M., Giuzio M. (2020). Is the home bias biased? New evidence from the investment fund sector. *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. ECB Publications.
61. Warnock, F.E., & Cai, F. (2004). International diversification at home and abroad. *International Finance Discussion Paper*, (793).

ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ОТКЛОНЕНИЯ В ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЯХ: НА ПРИМЕРЕ СКЛОННОСТИ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ НА МЕСТНЫХ РЫНКАХ

Аннотация. Определено место склонности к инвестированию на местных рынках в современной парадигме международного портфельного инвестирования. Идентифицированы противоречия между теорией и практикой международного портфельного инвестирования, возникающие вследствие такой склонности. Определены основные преимущества международной диверсификации инвестиционного портфеля в разрезе соотношения «доходность – риск». Выделены основные экономико-математические выражения склонности к инвестированию на местных рынках в форме индексов. Исследована склонность к инвестированию на близких рынках. Исследованы уровни склонности к инвестированию на местных рынках для различных групп стран с различным уровнем экономического развития. Определены преимущества международной диверсификации на основе группы индексов MSCI. Проведён сравнительный анализ портфелей ряда стран в активах иностранных и местных рынков. Определены подходы к анализу факторов возникновения склонности к инвестированию на местных рынках и проанализированы их основные преимущества и недостатки. Исследовано влияние информационной асимметрии, стандартов финансовой отчётности, нетоварного сектора экономики, объёмов инвестиций, инфляции, транзакционных издержек, институциональных факторов на уровень международной диверсификации инвестиционного портфеля. Предложен новый подход к систематизации факторов склонности к инвестированию на местных рынках путём их группировки на институциональные, поведенческие, транзакционные и другие факторы.

Ключевые слова: международное портфельное инвестирование, международный инвестиционный менеджмент, международный инвестиционный портфель, поведенческие финансы, поведенческие отклонения, склонность к инвестированию на местных рынках.

BEHAVIORAL BIASES IN INVESTMENT DECISIONS: HOME BIAS CASE

Summary. The place of home bias in the modern paradigm of international portfolio investing is determined. The differences between theory and practice of international portfolio investing resulting from such a bias are identified. Main advantages of international diversification of investment portfolios in terms of performance-risk ratio are defined. It is determined that the growing level of financial markets globalization accompanied by the increase in correlation of returns of financial assets have not affected the benefits of international diversification. The primary problems in determining the reasons for home bias are identified. The main economic and mathematical formalization of home bias in the form of indexes is distinguished. The local bias is investigated. It is revealed that local bias is not limited to national borders. It is determined that home bias is negatively correlated with the wealth of an investor. The extent of home bias for particular groups of countries according to their level of economic development is investigated. It is determined that the highest level of home bias is observed in several developed markets, including China, Japan, the USA, and France, while Luxembourg, the Netherlands, and Switzerland have the highest level of international diversification. The benefits of international diversification based on the MSCI indexes are determined. It is revealed that the benefits from international diversification through emerging markets are higher than those of developed markets. A comparative analysis of portfolios of several countries in the instruments of foreign and local markets is carried out. It is determined that the Great Recession of 2007–2008 promoted the increase in the level of home bias but since 2013 the global level of international diversification has been increasing. Approaches to the analysis of factors of presence of home bias are determined and their main advantages and disadvantages are analyzed based on comparative analysis. The impact of asymmetry of information, financial reporting standards, non-tradable sector of the economy, volumes of investment, inflation, transaction costs, institutional factors on the level of international diversification of the investment portfolio is investigated. A new approach to systematization of factors of home bias through their clustering for institutional, behavioral, transaction and other factors is suggested.

Key words: behavioral finance, behavioral biases, home bias, international investment management, international investment portfolio.