

# Поведенческие финансы как современный инструмент управления финансами российских компаний

## Behavioral Finance as a Modern Tool for Managing the Finance of Russian Companies

DOI: 10.12737/2306-627X-2024-13-2-44-48

Получено: 30 ноября 2023 г. / Одобрено: 09 декабря 2023 г. / Опубликовано: 25 июня 2024 г.

**Беледи А.А.**

Студент 2-го курса магистратуры, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва

**Покаместов И.Е.**

Канд. экон. наук, доцент, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва

**Beladi A.A.**2<sup>nd</sup> year Master's Degree Student, Financial university under the Government of the Russian Federation, Moscow**Pokamestov Ilya E.**

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Financial university under the Government of the Russian Federation, Moscow

**Аннотация**

В данной статье, написанной на актуальную тему, связанную с вопросами применения концепции и методологии поведенческих финансов, показаны значимость таких разработок в историческом контексте и раскрыты причины популярности применяемого набора инструментов подобных исследований в силу тех дополнительных возможностей, которые его применение дает для анализа современных процессов в экономике инвестиций. В этом ключе показана распространенность и применимость в современных условиях концепции и методологии поведенческих финансов в ряде ведущих российских и мировых компаний. Рассмотрены также вопросы качественного соответствия таких разработок, их релевантности и актуальности по части возможностей использования создаваемого на их основе ситуативного анализа. Также в данной работе указано, что поведенческие финансы – относительно новая аналитическая технология, и ее возможности в значительной мере ограничены сферой ее применения.

**Ключевые слова:** поведенческие финансы, экономика, компании, инвесторы, инвестиции, финансовые решения, менеджеры, финансовые результаты.

**Abstract**

This article, written on a topical issue related to the application of the concept and methodology of behavioral finance, shows the importance of such developments in a historical context and reveals the reasons for the popularity of the applied set of tools for such research due to the additional opportunities that its application provides for the analysis of modern processes in the economy of investment. In this context, the prevalence and applicability in modern conditions of the concept and methodology of behavioral finance in a number of leading Russian and global companies is shown. The issues of qualitative compliance of such developments and their relevance in terms of the possibilities of using situational analysis created on their basis are also considered. It is also indicated in this paper that behavioral finance is a relatively new analytical technology, and its capabilities to a large extent limited by the scope of its application.

**Keywords:** behavioral finance, economics, companies, investors, investments, financial solutions, managers, financial results.

**1. ВВЕДЕНИЕ**

Поведенческими финансами называют раздел поведенческой экономики, которая изучает влияние иррациональных факторов (стереотипы, эмоции, (пред-)убеждения и т.п.) на принятие экономических решений.

Его критериальной предпосылкой является критика классической монетаристской «теории эффективного рынка» как утверждения о том, что рыночная оценка акций является справедливой и основана на всей доступной (публичной) информации, поскольку она не принимает во внимание иррациональности эмоциональных решений [2].

Поведенческие финансы изучают в основном то, как вышеуказанные психологические факторы влияют на поведение инвесторов и принимаемые ими решения. И если в качестве объекта исследования мы будем определять российские компании, то на этом интеллигибельном пространстве мы обнаружим богатую почву для изучения.

Начиная с того, что, используя иницируемые историцизмом холические аргументы [6], мы можем представить себе значительную часть российского бизнес-сообщества как стаю вечно голодных акул,

хищников, чувствующих небольшие количества крови (как своих конкурентов, так и «деловых партнеров») за многие километры и заглатывающих (без особого разбора) все, признаваемое полезным из того, что попадает им в поле зрения.

Используя методологический подход в рамках поведенческих финансов, мы можем исследовать то, как принимаемые на нерациональной основе финансовые решения компаний влияют на их результаты на рынке.

Если проводить факторную декомпозицию этого метода, то можно исследовать влияние таких психологических факторов, как бихевиориальные стереотипы, эмоции, предубеждения, мотивационные установки и пр. по отдельности.

При этом основной акцент в исследованиях в рамках поведенческих финансов делается на психологических (эмоционально-мотивационных) предубеждениях.

**2. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Эмпирическую базу исследования составляют данные официальной отчетности рассматриваемых компаний и данные биржевых котировок от ПАО

«Московская биржа». Работа проведена на основании сбора и обобщения (метод синтеза), систематизации (системный метод), сравнительного анализа (комплексный и сравнительно-аналитический методы) материалов, полученных из официальных информационных ресурсов и иных источников информации, а также использования методологии поведенческих финансов.

### 3. РЕЗУЛЬТАТЫ

Одним из психологических (можно сказать, концептуальных) (пред-)убеждений на протяжении всей истории российского бизнеса (и особенно в сфере крупного бизнеса) было то, что «долги отдают только глупые и (или) трусливые».

То есть на практике это означало, что под любой, даже достаточно сомнительный, но эмоционально притягательный инвестиционный проект (особенно в сфере «поглощения») можно брать кредиты, а если проект окажется в итоге убыточным, то эти кредиты либо заплатят другие, либо их каким-то образом просто спишут [1].

Такие кредиты часто становились для менеджмента компаний-заемщиков еще и крайне соблазнительными для их нецелевого использования.

Весьма показательным тут является то, как еще в 2016 г. Счетная палата РФ предложила запретить компании АО «Роснано» (100% акций принадлежит государству) выплату вознаграждений за инвестиционные проекты, принесшие убытки, а также выплату топ-менеджменту единоличного исполнительного органа АО «Роснано» за счет займов и гарантированных кредитов, поскольку такие вознаграждения

нарушают ограничения, прописанные в правилах предоставления госгарантий по займам и кредитам [4]. То есть в этой компании ее топ-менеджмент был во многом иррационален, но зато твердо уверен, что любые ее (их) долги по неудачным инвестиционным проектам государство возьмет на себя.

Однако и в частных (или квазичастных, что в РФ порой неразделимо) компаниях нерационально принятые решения достаточно часто вели к убыткам. И поскольку поведенческие финансы являются *a priori* инструментом для анализа финансовых рынков и, соответственно, по большей части поведения на них компаний-инвесторов, то рассмотрим прежде всего эти примеры.

Исследуя в этом плане российский сегмент финансового рынка, можно выделить четыре наименее удачных вложения за последние годы [5] и рассмотреть их причины в рамках применяемого в данном исследовании метода поведенческих финансов, как это представлено в табл. 1.

Как видим из табл. 1, одна из ключевых целей методологии поведенческих финансов в рамках применяемых в ней классификаций — выяснить, в связи с чем инвесторы делают тот или иной определенный финансовый выбор и каким может быть его влияние на их финансовые результаты.

Продолжая тему анализа с позиций поведенческих финансов, убытков в российских компаниях за 2022 г., вызванных психологическими факторами в ходе принятия решений их менеджментом как в кризисный период в режиме ситуативного реагирования, так и в предыдущие годы («накопительным итогом»), можно выделить для соответствующего

Таблица 1

Примеры неудачных инвестиций в акции российских компаний и их причины с позиции поведенческих финансов

№	Компания	Показанные результаты	Инвесторы	Причины инвестирования
1	ПАО «НПК ОВК» (холдинг «Объединенная вагонная компания») — <i>отечественная системообразующая компания, осуществляющая производство грузовых железнодорожных вагонов</i>	Падение стоимости акций на 90% с сентября 2023 года	Банк «Траст» был якорным инвестором	Убеждение в обязательной господдержке системообразующего предприятия
2	ПАО «Норильский никель» (Норникель) — <i>крупнейший в мире производитель палладия, один из крупнейших производителей никеля, платины и меди</i>	Падение стоимости акций на ≈50% за 2022–2023 гг. вслед за падением мировых цен на никель после резкого роста добычи в Индонезии	Ряд российских банков, включая «Открытие», ВТБ, «Траст» и др.	Эмоциональное восприятие владельцев компании (О. Дерипаска и В. Потанин) как фигур, близких к Президенту РФ
3	Фонды под управлением ООО «Тинькофф Капитал» — <i>управляющая компания инвестиционных фондов, входящая в структуру холдинга «ТКС Холдинг», владеющего АО «Тинькофф Банк»</i>	Падение стоимости акций более чем на 70% в результате наложения санкций после начала СВО	Ряд крупных частных инвесторов и российских банков	Иррациональная надежда на снятие санкций после решения Олега Тинькова отказаться от гражданства РФ в октябре 2022 г., которая не оправдалась
4	ПАО «Сегежа Групп» — <i>один из крупнейших российских лесопромышленных холдингов с полным циклом лесозаготовки и переработки древесины</i>	Падение стоимости акций более чем на 90% в 2023 г.	АФК «Система» и ряд российских банков	Стереотипные надежды на рост закупок из Китая не оправдались в связи с кризисом в китайской экономике

Источник: составлено автором.

исследования топ из шести наиболее убыточных, как это представлено в табл. 2.

Сегодня на фоне роста инвестиционных рисков мы также видим падение уровня финансирования в российские стартапы уже в 2023 г. Так, уже к середине года объем этого рынка упал с 287 млн долл. в 2022 г. до 27 млн долл. При этом число заключенных сделок уменьшилось на 21%, с 84 до 66. Максимальный объем инвестиций (11 млн долл.) вложили в российские проекты частные фонды. Это почти в 9 раз меньше, чем вклад таких фондов в 2022 г. Инвестиции «бизнес-ангелов» также сократились до 6,6 млн долл., а объем вложений в стартапы, сделанных корпорациями или фондами корпораций, составил 6 млн. Государственные инвестиции снизились до 2,5 млн долл., а вложения зарубежных инвесторов составили всего 0,6 млн [7].

Здесь можно также указать, что глобальные потери, связанные с субъективными факторами при управлении инвестиционными проектами, — удел далеко не только российских компаний.

Этот негативный опыт имеет давнюю историю, начиная от «тюльпанной лихорадки» в Голландии в середине XVII в., проходит через эпопею строительства Панамского канала и продолжается до сих пор с такими всплесками, как печальная история компании Enron (США) в 2000 г. и ипотечными агентствами *Fannie Mae* и *Freddie Mac* (США) в 2008 г., крах которых спровоцировал мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. [3].

Также в этом контексте нельзя не вспомнить пример с фиаско проекта *Iridium* компании *Motorola Corporation* с размещением сети телекоммуникационных спутников на низкой околоземной орбите стоимостью 5 млрд долл. Система, запланированная в середине 1980-х, к моменту развертывания в 1998 г. была уже абсолютно архаичной и предлагала глобальную связь с помощью телефона размером с кирпич стоимостью 3000 долл. по цене от 6 до 30 долл. за минуту [10].

И потому с учетом всего накопленного опыта в рамках поведенческих финансов также предполагается, что принятие финансовых решений зачастую находится в зависимости от физического и психического здоровья конкретного инвестора. И ввиду этого с целью лучшего понимания вышеперечисленных и представленных здесь в действии факторов поведенческие финансы обычно охватывают пять основных концепций:

- «Ментальный учет» (разработан экономистом Ричардом Х. Талером) — относится к склонности людей выделять деньги только на определенные цели;
- «Эмоциональный разрыв» — относится к принятию инвестиционных решений с основанием их на своём эмоциональном напряжении и/или экстремальном эмоциональном состоянии: жадности, возбуждении, тревоге, страхе, гневе и других. Зачастую иррациональный выбор, совершенный инвестором, в своей основе имеет именно эмоции в качестве одного из ключевых компонентов [8];

Таблица 2

Убытки в российских компаниях за 2022 г.

№	Компания	Размер чистого убытка, млрд руб.	Причины
1	ПАО «ВТБ» — второй банк России по размеру розничного бизнеса, входит в перечень системно значимых кредитных организаций ЦБ	612,6	Помимо объективных причин (максимизация от рисков антироссийских санкций и повышение ключевой ставки ЦБ), еще и необдуманное отчуждение дочерних компаний и слишком поспешное создание экстренных резервов по кредитам
2	АО «Альфа-банк» — крупнейший частный банк России, входит в перечень системно значимых кредитных организаций ЦБ	117,1	Отрицательная валютная переоценка как следствие иррационального убеждения в безусловности поддержки рубля от ЦБ РФ
3	АО «Газстройпром» — генеральный подрядчик ПАО «Газпром» по строительству объектов	77,6	Слишком поспешное созданием резервов под обесценение финансовых вложений (порядка 80 млрд руб.) и по сомнительным долгам (около 41 млрд руб.) вызвано иррациональной верой в кредитование со стороны головного холдинга «Газпром»
4	ООО «Интернет Решения» (Ozon) — российский маркетплейс, входящий в топ-5 ритейлеров по размеру оборота	58,2	Эмоциональная зависимость менеджмента от идеи непрерывного расширения складской инфраструктуры
5	АО «ГТЛК» — государственная транспортно-лизинговая компания, ведущий лизинговый оператор в РФ	53,0	Своевременно (отчасти ввиду отсутствия инсайдерской информации о планах СВО, отчасти в надежде на «авось») не были приняты меры на случай блокирующих санкций со стороны США, Евросоюза и Великобритании
6	ООО «Сеть Связной» — обанкротившаяся в конце 2023 г. российская компания, одна из известнейших федеральных розничных сетей по сбыту широкого ассортимента товаров, преимущественно электроники	48,5	В надежде на «авось» не были предусмотрены множественные иски в 2022 г. от кредиторов и контрагентов, общая сумма которых превысила 14 млрд руб.; не оправдала себя и «пугливая» поспешность с формированием резервов на сумму 41,2 млрд руб. «под обесценение товарно-материальных ценностей»

Составлено автором.

- «Стадное поведение» или «стадный инстинкт» — относится к склонности людей формировать своё финансовое поведение на основании оногo большинства членов «стада», иными словами, имитировать, подражать ему. Такая «стадность» — обычная причина резких курсовых подъемов и распродаж на фондовых рынках;
- «Самопризнание» — относится к такому фактору, как склонность человека осуществлять принятие финансово-инвестиционных решений, основывая такие решения на чрезмерной уверенности в собственных возможностях в контексте применения своих знаний и навыков. «Самопризнание» зачастую проистекает из природных способностей человека в той или иной области. При проявлениях «самопризнания» люди имеют склонность давать своим знаниям оценку выше, чем знаниям других, даже если они объективно недостаточны;
- «Привязка» — относится к привязке уровня расходов к определенному эталону, например, рационализация расходов на основе различного уровня полезности в удовлетворении своих потребностей или осуществление последовательных расходов на базе уровня бюджета.

Конечно, и у этих концепций могут быть разные трактовки — так, например, «привязку» трактуют и как прямую склонность действовать на основе традиционных подходов и поведенческих стереотипов, и как предвзятость, основанную на опыте (обычно личном или коллегиальном).

Еще одним важным фактором, анализируемым в рамках концепции поведенческих финансов, является «неприятие потерь».

«Неприятие потерь» проявляется, когда инвесторы придают меньшее значение удовольствию от

своих рыночных прибылей, чем беспокойству от своих потерь на рынке. Другими словами, для таких инвесторов вероятность выбора в пользу действий по нивелированию финансовых потерь заметно выше, чем вероятность предпринятия шагов к получению прибыли.

Как результат, отдельные инвесторы имеют в своем финансовом поведении тенденцию устанавливать более высокую цену (назначая, соответственно, более высокую норму дисконта по инвестиции) с целью компенсации возможных убытков по инвестиции. В случаях же низкой вероятности подобной выплаты инвесторы проявляют склонность не инвестировать вовсе, даже если инвестиционный риск является приемлемым с точки зрения рациональной оценки [9].

И если мы применяем «неприятие потерь» к инвестированию, то возникает так называемый эффект диспозиции, когда фондовые инвесторы ускоренно продают свои выигрыши думая, что так они могут быстро реализовать (зафиксировать) свою прибыль и на этом дальнейшее инвестирование прекращают.

#### 4. ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, принимаемые на нерациональной основе финансовые решения компаний зачастую несут на себе негативные последствия, проявляющиеся, в частности, падением стоимости акций и возникновением убытка. Как проанализировать, так и предостеречь подобное развитие событий может позволить применение основных концепций поведенческих финансов: «ментальный учет», «эмоциональный разрыв», «стадное поведение», «самопризнание» и «привязка», а также учёт фактора «неприятия потерь».

#### Литература

1. Айдынов Р. Поведенческие финансы [Текст] / Р. Айдынов, И.И. Журавлева // Бизнес-образование в экономике знаний. — 2019. — № 1. — С. 3–6.
2. Масютин А.А. Поведенческие финансы как новое направление финансовой теории [Текст] / А.А. Масютин // Банковское дело. — 2014. — № 12. — С. 51–54.
3. Федотова М. Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса [Текст] / М. Федотова, В. Плескачевский, В. Рутгайзер, А. Будицкий // Вопросы экономики. — 2009. — № 5. — С. 104–117.
4. Гринштейн С. Счетная палата признала половину инвестиционных проектов «Роснано» убыточными и требует наказания [Электронный ресурс]. — URL: <https://habr.com/ru/articles/300376> (дата обращения 13.03.2024).
5. Петров В. Топ 5 самых провальных и убыточных вложений [Электронный ресурс]. — URL: <https://smart-lab.ru/blog/960441.php> (дата обращения: 13.03.2024).

#### References

1. Aidynov R., Zhuravleva I.I. Behavioral finance. *Biznes-obrazovanie v ekonomike znanii* [Business education in the knowledge economy], 2019, no. 1, pp. 3–6. (in Russian).
2. Masiutin A.A. Behavioral finance as a new direction of financial theory. *Bankovskoe delo* [Banking business], 2014, no. 12, pp. 51–54. (in Russian).
3. Fedotova M., Pleskachevskii V., Rutgaizer V., Buditskii A. Behavioral assessment: the concept of behavioral finance and its application in business valuation. *Voprosy ekonomiki* [Economic issues], 2009, no. 5, pp. 104–117. (in Russian).
4. Grinshtein S. The Accounting Chamber has recognized half of Rusnano's investment projects as unprofitable and demands punishment. URL: <https://habr.com/ru/articles/300376> (accessed 13 March 2024). (In Russian).
5. Petrov V. Top 5 most failed and unprofitable investments. Available at: <https://smart-lab.ru/blog/960441.php> (accessed 13 March 2024). (in Russian).

6. *Поппер К.Р.* Нищета историцизма [Электронный ресурс]. — URL: <https://readli.net/chitat-online/?b=265234&pg=6> (дата обращения: 13.03.2024).
7. Редакция Совкомбанка. Инвестиции в российские стартапы в 2023 году резко снизились [Электронный ресурс]. — URL: <https://journal.sovcombank.ru/news/investitsii-v-rossiiskie-startapi-v-2023-godu-rezko-snizilis> (дата обращения: 14.03.2024).
8. *Hayes A.* Financial Markets: When Fear and Greed Take Over [Электронный ресурс]. — URL: <https://www.investopedia.com/articles/01/030701.asp> (дата обращения: 14.03.2024).
9. *Mitchell C.* Market Sentiment Indicator: How It's Used in Analysis and Types [Электронный ресурс]. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sentimentindicator.asp> (дата обращения: 24.03.2024).
10. *Taleb N.N.* The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable [Электронный ресурс]. URL: <https://www.amazon.com/Nassim-Nicholas-Taleb/e/B001IGKWKU> (дата обращения: 05.12.2023).
6. Popper K.R. The Poverty of Historicism. Available at: <https://readli.net/chitat-online/?b=265234&pg=6> (accessed 13 March 2024). (in Russian).
7. Editorial board of Sovcombank. Investments in Russian startups declined sharply in 2023. URL: <https://journal.sovcombank.ru/news/investitsii-v-rossiiskie-startapi-v-2023-godu-rezko-snizilis> (accessed 14 March 2024). (in Russian).
8. Hayes A. Financial Markets: When Fear and Greed Take Over. URL: <https://www.investopedia.com/articles/01/030701.asp> (accessed 14 March 2024).
9. Mitchell C. Market Sentiment Indicator: How It's Used in Analysis and Types. URL: <https://www.investopedia.com/terms/s/sentimentindicator.asp> (accessed 24 March 2024).
10. Taleb N.N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. URL: <https://www.amazon.com/Nassim-Nicholas-Taleb/e/B001IGKWKU> (accessed 5 December 2023).