Ващенко Татьяна Владимировна. Использование теории поведенческих финансов в процессе принятия финансовых решений : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2007 148 с. РГБ ОД, 61:07-8/2016

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Рациональное поведение экономического субъекта как методологическая основа современных финансовых теорий

1.1. Концепция «экономического человека» и ее роль в развитии финансовой науки 12

1.2. Использование поведенческого фактора в современных финансовых теориях

1.3. Основные проблемы управления финансами, связанные с предположением о «рациональности» экономических субъектов

Глава II. Основные положения и развитие теории поведенческих финансов 44

2.1. Факторы, обусловившие возникновение и развитие поведенческих финансов 44

2.2. Основные положения, гипотезы и модели поведенческих финансов

Глава III Влияние поведенческих факторов на российских хозяйствующих субъектов в процессе принятия финансовых решений

3.1. Характерные поведенческие особенности российских хозяйствующих субъектов 77

3.2. Оценка взаимосвязи между поведенческими чертами российских хозяйствующих субъектов в процессе принятия финансовых решений

3.3. Методика определения поведенческого типа российского хозяйствующего субъекта

Заключение 118

Список использованной литературы 126

Приложения 132

**Введение к работе**

Актуальность темы диссертационного исследования

В условиях рыночной экономики результативность деятельности компании, ее долгосрочный успех и устойчивое положение на рынке в значительной степени определяются эффективностью финансовой политики, качеством и адекватностью решений финансового характера. Развитие рыночных отношений в России дало возможность отечественным компаниям, а также частным лицам использовать разнообразные формы привлечения капитала и получать доход путем его вложения в различные секторы экономики посредством разнообразных финансовых инструментов, становясь, тем самым, активными участниками финансового рынка. Наметившаяся в последние годы стабилизация российской экономики и формирующаяся конкурентная рыночная среда сделали весьма актуальными вопросы, касающиеся разработки финансовых стратегий, выбора объектов вложения капитала, оценки эффективности будущих денежных потоков, оценки стоимости компании.

В процессе принятия финансовых решений руководителями и высшими менеджерами российских компаний реального сектора экономики, которым в диссертационной работе дано обобщенное определение «российский хозяйствующий субъект», ключевую роль играет их способность адекватно оценивать мотивы предпринимаемых действий, анализировать имеющуюся рыночную информацию, прогнозировать возможные действия сотрудников, партнеров, конкурентов, клиентов. Все вышеперечисленное невозможно без научно-методологической основы разработки финансовой стратегии и управления финансами компании.

Теоретической основой для разработки эффективной финансовой стратегии и построения адекватной модели поведения в рыночных условиях является современная наука управления финансами. Однако многочисленные исследования, проводившиеся в последние десятилетия, в основном зарубежными учеными, дают основания полагать, что классические финансовые теории и модели не могут с достаточной степенью достоверности прогнозировать поведение отдельных экономических субъектов, т.е. участников взаимосвязей,

складывающихся на финансовом рынке, и изменение рыночной ситуации в целом. В значительной степени это обусловлено тем, что действия экономических субъектов не соответствуют предположениям об их рациональности, лежащим в основе данных теорий и связанным с возможностью их эффективного использования. В области финансов, как и во всех остальных областях своей деятельности, люди действуют под влиянием сложившихся стереотипов мышления, иллюзий восприятия, предвзятых мнений, ошибочного анализа информации и прочих субъективных поведенческих факторов, которые в совокупности оказывают сильное влияние на процесс принятия решений финансово-инвестиционного характера и результативность предпринимаемых ими действий.

На сегодняшний день проблема заключается в том, что используемые в российской практике теории и модели управления финансами компании не учитывают поведенческие аспекты и, следовательно, не дают возможности разрабатывать эффективные финансово-инвестиционные стратегии. Западная финансовая наука решает этот вопрос, используя концептуальные положения теории поведенческих финансов, а в современной отечественной экономической литературе вопросы анализа и учета поведенческих факторов еще не нашли достаточного отражения. Остаются неисследованными основные поведенческие черты российских хозяйствующих субъектов, факторы, оказывающие влияние на процесс принятия ими финансовых решений и результаты их финансово-хозяйственной деятельности. Не определены критерии рациональности экономического субъекта, лежащей в основе активно используемых в настоящее время финансовых теорий.

Таким образом, актуальность диссертационного исследования обусловлена необходимостью:

дальнейшей разработки теоретических основ управления финансами компании в рыночных условиях в части использования теории поведенческих финансов;

обобщения зарубежного опыта учета поведенческих факторов в процессе принятия финансовых решений экономическими субъектами;

выявления поведенческих факторов, влияющих на процесс принятия финансовых решений и определяющих действия российских хозяйствующих субъектов на финансовом рынке;

выявления критериев рационального поведения экономических субъектов, лежащего в основе современных финансовых теорий, и их соответствия современным рыночным условиям.

Степень разработанности проблемы

В работах современных исследователей российского финансового рынка на достаточном уровне пока не изучались вопросы анализа и оценки субъективных поведенческих факторов, определяющих процесс принятия финансовых решений хозяйствующими субъектами. Определенное отношение к данной проблеме имеют работы, проведенные А.В.Беляниным и В.В.Мухортовым, в которых описывается отношение россиян к риску и проблемам выбора в условиях неопределенности. В этих работах исследуется влияние эмоционального состояния индивида на успешность финансово-инвестиционной деятельности. Но при этом российские хозяйствующие субъекты, финансовые руководители и менеджеры российских компаний, не выделялись в качестве отдельного объекта исследования. Достаточно много работ посвящено также характеристикам российских потребителей, не имеющих прямого отношения к деятельности на финансовых рынках.

Что касается зарубежных исследователей, то в их работах проведен анализ целого ряда примеров нерационального поведения участников финансового рынка, выявлены различные причины нерациональности и описаны ее возможные последствия. Наибольший вклад в разработку данного вопроса внесли Д.Канеман, А.Тверски, Х.Шефрин и А.Шлейфер.

Объектом исследования в диссертации являются научно-методологические основы управления финансово-хозяйственной деятельностью российских хозяйствующих субъектов.

Предметом исследования является теория поведенческих финансов в контексте необходимости и возможности её использования в процессе принятия финансовых решений российскими хозяйствующими субъектами.

Цель и задачи диссертационного исследования

Целью проводимого исследования является разработка теоретических и методологических основ учета поведенческих факторов в процессе принятия финансовых решений российскими хозяйствующими субъектами.

Исходя из цели диссертационного исследования, автором были поставлены следующие задачи:

определить роль поведенческих факторов в современной финансовой теории;

обобщить и систематизировать результаты исследований поведенческого аспекта процесса принятия финансовых решений, проводившихся зарубежными экономистами, определить возможность их применения в российской финансовой практике;

определить специфические поведенческие черты российских хозяйствующих субъектов и выявить поведенческие факторы, влияющие на процесс принятия ими финансовых решений;

разработать методику определения поведенческого типа российского хозяйствующего субъекта;

определить взаимосвязь между поведенческим типом российского хозяйствующего субъекта и его поведением на финансовом рынке.

Теоретическая и методологическая основа исследования

При изучении влияния субъективных факторов на механизм принятия финансовых решений использовались результаты исследований зарубежных экономистов в области финансовых отношений и финансовых рынков: Ф.Блэка, В.ДеБондта, С.Бенарджи, С.Зельда К.Камеррера, Д.Канемана, Э.Лангер, Д.Лавальо, С.Лихтенштейна, Т.Макарди, Н.Мэнкью Е.Прескотта, П.Словика, М.Статмана, Р.Тейлора, А.Тверски, Б.Фишхофа, Е.Шафира, Х.Шефрина, А.Шлейфера, Дж.Шоувена, У.Эдвардса и др.

Также использовались труды российских экономистов и исследователей финансового рынка: В.С.Автономова, А.В.Белянина, И.М.Бунина, Ю.А. Левады, Е.В.Лисицыной, С.И.Лушина, В.В.Мухортова, Н.Б. Рудыка, Е.В. Семенковой, В.А.Слепова. Для решения поставленных задач автором использовались работы российских и зарубежных ученых, посвященные базовым концепциям и фундаментальным теориям классических финансов: ИАБланка, Р.Брейли, Роберта В. Колба, М.Н.Крейниной, С.Майерса, Рикардо Дж. Родригеса, Ф.Дж. Фабоцци, М.Фридмана.

Методологическую основу диссертационного исследования составляют такие общенаучные методы и приемы, как логический и системный анализ и синтез, классификация, группировка и типология, моделирование, экономико-статистический анализ, исторический и логический методы, принципы научной абстракции и диалектической логики, инструменты теории вероятностей и

математической статистики. Достоверность проведенного анализа и обоснованность сделанных *в*диссертации выводов обеспечивается перечисленными методами, приемами и инструментами.

Эмпирическую основу исследования составили:

справочно-статистические материалы Федеральной службы государственной статистики России, прогнозно-аналитические материалы Министерства финансов РФ, официальные публикации в российской и зарубежной специальной периодической печати;

результаты исследования-теста, проводившегося автором в течение нескольких лет среди руководителей российских компаний, а также менеджеров высшего и среднего звена, проходящих обучение по программам МВА и президентской программы подготовки управленческих кадров для организаций народного хозяйства РФ в РЭА им. Г.В. Плеханова, ММВШБ «МИРБИС», АНХ при правительстве РФ.

С помощью разработанных тестов определялись специфические черты хозяйствующих субъектов российского рынка, выявлялись субъективные поведенческие факторы, влияющие на процесс принятия финансовых решений в условиях неопределенности и риска, исследовались причины отклонения поведения индивидуумов на финансовом рынке от рационального, описываемого классическими финансовыми теориями.

Научная новизна диссертационной работы заключается в следующем:

развит понятийный и категориальный аппарат экономической теории применительно к проблемам управления финансами: уточнены и развиты такие понятия как «рациональность поведения экономического субъекта», «поведенческие факторы процесса принятия финансовых решений», введено новое для финансовой науки понятие «поведенческий тип российского хозяйствующего субъекта»;

обоснована необходимость учета субъективных поведенческих факторов при разработке финансовых стратегий и использовании классических финансовых теорий и моделей при управлении финансами российских компаний в современных условиях;

выявлены специфические поведенческие черты российских хозяйствующих субъектов и сформулировано определение современного «экономического субъекта», лежащее в основе большинства финансовых теорий;

классифицированы важнейшие поведенческие факторы, влияющие на процесс принятия финансовых решений и обуславливающие действия российских хозяйствующих субъектов;

разработана методика, включающая критериальный тест для оценки поведенческого типа российского хозяйствующего субъекта, и проведена тилологизация российских хозяйствующих субъектов по поведенческим характеристикам, определяющим их действия на финансовом рынке в условиях неопределенности и риска.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в разработке

предложений по учету поведенческих факторов в процессе принятия финансовых решений и разработке финансовых стратегий российскими хозяйствующими субъектами;

методики определения поведенческого типа российского хозяйствующего субъекта в соответствии с характерными для данного типа действиями на финансовом рынке в условиях неопределенности и риска;

комплекса рекомендаций по прогнозированию поведения и оценке результативности финансовых стратегий российских хозяйствующих субъектов в соответствии с конкретным поведенческим типом, определяемым предложенной методикой.

Основные положения и выводы диссертации могут быть использованы при разработке эффективных финансовых и инвестиционных стратегий, формировании и управлении портфелем финансовых активов как компаниями, так и отдельными экономическими субъектами, вкладывающими собственные либо привлеченные средства для получения краткосрочного или долгосрочного дохода.

Используя тест-критерий для определения поведенческого типа хозяйствующего субъекта, каждый индивид может самостоятельно оценить, к какому типу он принадлежит, осознать мотивы собственных поступков и действий и избежать неверных действий, вызванных различными иллюзиями, заблуждениями, ошибками восприятия.

Руководители российских компаний получают возможность прогнозировать действия финансовых менеджеров и руководителей финансовых подразделений в нестандартных ситуациях, связанных с вложениями крупного капитала и обеспечивать соответствие профессиональных качеств работника занимаемой

должности, что позволит снизить уровень риска финансовой деятельности компании.

Различные экономические субъекты - финансовые руководители, менеджеры высшего и среднего звена, финансовые аналитики, биржевые специалисты, руководители проектов могут повысить уровень своей профессиональной подготовки и эффективность совершаемых финансовых операций.

Уточнение таких ключевых для финансовой науки понятий, как «рациональность поведения экономического субъекта», «поведенческие факторы процесса принятия финансовых решений», введение определения «тип российского хозяйствующего субъекта» является основой для дальнейшего развития базовых принципов и концепций финансового менеджмента.

Апробация результатов исследования

Ключевые положения и рекомендации, сформулированные и разработанные в диссертационной работе представлены автором на научно-практических конференциях (Плехановские чтения, апрель 2006 г. Москва, РЭА им. Г.В.Плеханова, Интернет-конференция «Инновации в высшем образовании», РЭА им. Г.В.Плеханова, январь - февраль 2006 г.)

Основные положения и выводы проведенного исследования представлены в серии статей, опубликованных в журнале «Финансовый менеджмент» (№ 1, №2 2006 г.), журнале «Современные аспекты экономики» (№ 10, 2006 г.), сборнике «Экономика и технология» (Вып. 20, 2006 г.). Также они начали использоваться рядом участников проведенного исследования в своей практической деятельности.

Материалы диссертационного исследования, выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, используются автором в проведении практических занятий и чтении лекций по курсам «Финансовый менеджмент», «Оценка эффективности проектов», «Инвестиционный анализ» и «Финансовый анализ» в Московской международной высшей школе бизнеса «МИРБИС» и Высшей школе бизнеса «Интеграл» РЭА им. Г.В.Плеханова, АНХ при правительстве РФ, Российской академии государственной службы (РАГС), Государственном университете управлении (ГУУ), ИМПЭ им. А.С. Грибоедова.

По результатам проведенного исследования опубликовано б работ общим объемом 4,3 печатного листа.

Логика и структура работы

Логика диссертационного исследования определяется поставленными целью и задачами данной работы и отражена в структуре диссертации, состоящей из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

*В первой главе*диссертации рассматривается концепция «экономического человека», лежащая в основе современных финансовых теорий, исследуется развитие представлений о «рациональности» действий индивида на финансовом рынке, анализируется существенность предположения о «рациональном поведении» экономических субъектов на финансовом рынке для возможности эффективного применения существующих финансовых теорий и моделей. Среди них наиболее практически значимы «концепция идеальных рынков капитала», «теория структуры капитала», «модель оценки доходности финансовых активов», «теория дивидендов», «закон приведенной стоимости». Обосновывается необходимость выявления, анализа и оценки субъективных поведенческих факторов, определяющих механизм принятия финансовых решений в ситуации неопределенности и риска.

*Во второй главе*проведено изучение и дана классификация основных поведенческих факторов, определяющих поведение экономических субъектов на финансовом рынке. Выявлены причины несоответствия между реальным поведением субъектов рынка в ситуации неопределенности и риска и предположением о «рациональности поведения», лежащим в основе классических финансовых теорий. Проанализирована роль поведенческих факторов в процессе принятия финансовых решений и результативности финансовой деятельности экономических субъектов. Автором рассмотрены основные теории поведенческих финансов - нового направления в развитии современной финансовой науки - и описаны возможности их использования для анализа процессов и явлений, происходящих на финансовом рынке, которые не могут быть объяснены в рамках классических финансовых теорий.

*В третьей главе*диссертационного исследования определены специфические черты российских хозяйствующих субъектов, проанализированы данные проводившегося исследования-тестирования среди потенциальных участников российского финансового рынка. С использованием аппарата математической статистики выявлены взаимосвязи между наиболее

характерными чертами хозяйствующих субъектов и разрабатываемыми ими финансовыми стратегиями. На основании полученных результатов разработана методика, включающая тест-критерий определения поведенческого типа российского хозяйствующего субъекта. Выявленные типы описаны с точки зрения мотивации финансовых решений, рискованности их поведения на рынке и прогнозируемых результатов финансовой деятельности.

*В заключении*излагаются выводы и основные результаты проведенного диссертационного исследования.

Общий объем диссертации составляет 148 страниц.

## Концепция «экономического человека» и ее роль в развитии финансовой науки

Развитие в России рыночных отношений обусловило не только возможность, но и необходимость внедрения в отечественную экономику принципиально новых методов хозяйствования, основанных на использовании самых последних достижений финансовой науки. Многообразие форм собственности, развитие банковской системы, появление фондового рынка обеспечивают компаниям разнообразие способов привлечения и вложения капитала, а условия конкурентной рыночной среды требуют максимально эффективного использования всех имеющихся ресурсов для получения прибыли и обеспечения долгосрочного устойчивого развития.

Важной составляющей современной экономики является ее реальный сектор - коммерческие предприятия и организации, которые производят и реализуют товары и услуги другим организациям и физическим лицам в области промышленности, сельского хозяйства, транспорта, связи, торговли и общественного питания.

Для руководителей и высших менеджеров предприятий реального сектора вопросы, относящиеся к управлению финансовыми ресурсами и разработке эффективных финансово-инвестиционных стратегий, приобрели сегодня особую актуальность. В процессе своей деятельности они вынуждены постоянно принимать финансовые решения и от лица своей компании вступать в финансово-денежные отношения с другими компаниями, в том числе финансового и государственного сектора, или частными лицами, становясь при этом полноправными участниками рынка, которых мы будем далее называть хозяйствующими субъектами.

Процесс принятия финансовых решений, т.е. решений, связанных с привлечением и вложением денежных средств, является основой управления финансами предприятий. От того, что лежит в его основе, на что опираются хозяйствующие субъекты при разработке и реализации своих финансово-инвестиционных стратегий зависит эффективность данного процесса, т.е. результативность финансово-хозяйственной деятельности, устойчивое положение компании на рынке.

За последние 10 - 15 лет, прошедших с начала рыночных преобразований, отечественные предприниматели, финансисты и инвесторы познакомились с большим количеством зарубежных теорий и моделей, основанных на совершенно новых для российской экономики принципах и концепциях управления капиталом, финансового анализа, анализа эффективности инвестиционных проектов, оценки стоимости ценных бумаг.

В то же время даже совершенное владение теорией не является гарантией успешной практической деятельности. Процесс адаптации зарубежных моделей к российским условиям требует хорошего знания, как самих используемых моделей, так и специфики российского финансового рынка и всех его участников. Необходимые корректировки вносит и динамично развивающаяся внешняя среда - совершенствуется законодательная база, условия проведения и заключения сделок, принципы их налогообложения. Появляются новые субъекты финансовых отношений, характерные для экономики рыночного типа, - брокерские конторы, инвестиционные фонды, разнообразные посреднические агентства, независимые финансовые и инвестиционные советники. Возникают новые формы участия в биржевых торгах - через Интернет.

Исследования причин успеха или неудач различных компаний позволяют сделать вывод, что для успешной финансово-хозяйственной деятельности их руководители, помимо необходимых финансово-экономических знаний должны обладать и определенным набором личностных качеств. Им также необходимо иметь четкое представление об эмоциональном «портрете» других участников рынка, определяющих их действия в конкретных ситуациях, а особенно в ситуациях неопределенности и риска.

## Факторы, обусловившие возникновение и развитие поведенческих финансов

В последние десятилетия вопрос о возможности эффективного применения на практике фундаментальных финансовых теорий стал весьма актуальным. Проблема расхождения теории и практики, невозможность объяснить многие рыночные ситуации и сделать прогноз на будущее с помощью классических финансовых моделей обусловили не только многочисленные исследования причин создавшегося положения, но и появление нового направления финансовой науки - поведенческих финансов. Содержательной стороной поведенческих финансов является не доказательство ошибочности или ограниченности существующих классических моделей, а выявление причин, лежащих в основе выше отмеченных расхождений, и разработка теорий, позволяющих учитывать и оценивать их влияние на процесс принятия финансовых решений.

Зарубежная модель «экономического человека», на которую, как было показано в первой главе диссертационного исследования, опирается подавляющее большинство финансовых теорий, имеет весьма существенный недостаток, а именно - предположение об абсолютной рациональности экономических субъектов, действующих на финансовом рынке по принципу максимизации ожидаемой полезности с соблюдением определенного набора стандартных правил поведения на рынке. Являясь необходимым начальным условием для подавляющего большинства классических финансовых теорий и моделей, данное предположение, как показывает практика, одновременно оказывается их наиболее слабым местом. Из анализа многочисленных исследований как зарубежных, так и российских ученых1 с неизбежностью следует вывод, что в основе принимаемых людьми решений, имеющих отношение к деньгам и всему, что можно представить в денежном эквиваленте, лежит иррациональное поведение. Некоторые его проявления обусловлены эмоциональными реакциями, свойственными природе человека, а некоторые возникают вследствие ошибочного восприятия действительности. Т.е. действия индивидов в большинстве случаев не соответствуют предположениям, которыми характеризуется понятие «рациональное поведение», описанное в первой главе диссертационной работы.

Наиболее ярко нерациональность экономических субъектов проявляется в ситуации неопределенности и риска, в которых и проходит вся предпринимательская, инвестиционная, финансовая деятельность. При этом эффективные инвестиционные и финансовые стратегии, удачные финансовые решения и финансовые сделки отнюдь не являются чем-то исключительным, наоборот наиболее успешные участники финансового рынка часто демонстрируют пример в высшей степени «нерационального» поведения.

Особенно важно то, что последние разработки и альтернативные финансовые модели убедительно доказывают: никакого хаоса и беспорядка в финансовой науке признание нерациональности экономических субъектов не вызывает. Наоборот, теории, учитывающие субъективные поведенческие факторы, не только объясняют многие примеры «нерациональности», необъяснимые в рамках классических финансов, но и позволяют предсказывать поведение экономических субъектов в разнообразных ситуациях и разрабатывать более эффективные финансовые стратегии.

## Характерные поведенческие особенности российских хозяйствующих субъектов

В последние годы экономическая ситуация в России в определенной мере стабилизировалась. Российские компании пережили сложный переходный период и осваивают новые методы хозяйствования в условиях рынка, в том числе, новые подходы к управлению финансами с использованием многочисленных рыночных инструментов на основе самых последних достижений финансовой науки. Растет количество финансово-кредитных учреждений, предоставляющих возможность привлечения и вложения капитала на выгодных для обеих сторон условиях, расширяются возможности деятельности российских компаний на финансовых рынках страны и зарубежья. Даже появилась новая для России профессия -независимый финансовый консультант.

Какие финансовые стратегии необходимо применять в настоящее время для достижения успеха на рынке, работают ли в российских условиях классические финансовые теории и модели, как повысить эффективность принимаемых финансовых решений и совершаемых сделок - эти проблемы волнуют сегодня всех хозяйствующих субъектов российского рынка. Какими качествами обладают или должны обладать руководители и финансовые менеджеры российских компаний? Какие финансовые теории и модели они используют или должны использовать? Как эти качества, теории и модели влияют на процесс принятия ими финансовых решений, их деятельность в условиях неопределенности и риска, эффективность совершаемых финансовых сделок? Эти вопросы становятся сегодня все более актуальными.

Как было показано в первой главе диссертационного исследования, полного и достоверного описания современного российского «экономического человека» и модели его поведения на финансовом рынке в отечественной экономической литературе нет. Тем не менее, анализируя и обобщая результаты наблюдений и исследований различной направленности можно сделать вывод о том, что поведение экономических субъектов российского рынка во многих ситуациях отнюдь не является рациональным.

Обстоятельства, которые позволяют сделать вывод об отклонениях от принципов рационального поведения и которые можно отнести к характерным чертам российского рынка, следующие: на любом рынке, а на современном российском в особенности, всегда имеется определенное количество непрофессионалов-новичков, принимающих решения, руководствуясь не научными теориями, а единственным соображением, что вложенные деньги в любом случае должны «работать», т.е. приносить прибыль независимо от объекта вложения; прибыль, полученную в результате операций на финансовом рынке, российские экономические субъекты часто рассматривают как «незаработанные», случайно доставшиеся деньги, поэтому в следующих операциях они готовы идти на гораздо больший риск, не дожидаясь наиболее благоприятной для инвестирования ситуации, вкладывая, как им представляется, «чужие» деньги. Полученная прибыль многими не воспринимается как собственность, а возможность потери «чужих» денег в таком случае принимается достаточно легко; сформировавшаяся уверенность большинства россиян, что все хорошее обязательно дорого, все дешевое - плохо, относится и к рыночным финансовым инструментам. В результате при отсутствии достоверной и своевременной информации о состоянии финансового рынка и перспективах отдельных компаний-эмитентов рост цены воспринимается как свидетельство улучшения качества финансового актива, снижение цены - как обязательное ухудшение;