УДК 336.76
ключевые слова: фондовый рынок, рыночная капитализация, эффективность фондового рынка, иррациональность инвесторов, поведенческие факторы, рыночные аномалии

Т. И. Демиденко

ПОВЕДЕНЧЕСКОЕ НАПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ НАУКИ: ОБЗОР ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА РЫНОЧНУЮ КАПИТАЛИЗАЦИЮ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В настоящее время ситуация на фондовых рынках отличается крайней нестабильностью, что выражается в постоянных рыночных аномалиях. Существующие финансовые теории не всегда могут дать объяснение происходящим на рынке ситуациям, в т. ч. и реальную оценку финансовых активов. В связи с этим можно говорить о поведенческих факторах, влияющих на процесс формирования рыночной стоимости. Данные факторы раскрывают иррациональное поведение инвесторов на фондовом рынке.

Рыночная капитализация (стоимость) компании — один из основных показателей, характеризующих положение компании на фондовом рынке. Проблема определения стоимости находящихся на финансовом рынке активов долгое время находится в центре внимания многих ученых. Со второй половины XX века в экономической теории стали формироваться различные модели по справедливой оценки финансовых активов. В общем виде всех теорий стоимость фирмы определена как зависимость от элементов операционной деятельности компании, а также параметров рыночной среды, в которой находится фирма. Тем не менее происходящее в настоящее время огромное количество рыночных аномалий [3, с. 177] свидетельствует о том, что существующие финансовые теории, базирующиеся на предпосылке о рациональном поведении инвесторов, не всегда могут дать объяснение происходящим на рынке процессам, в том числе — формированию рыночной стоимости обращающихся на нем активов. В связи с этим особую актуальность имеет альтернативное направление теории финансов, раскрывающее иррациональность поведения участников рынка, — поведенческие финансы, получившее свое развитие в конце 1980-х — начале 1990-х гг.

Основная цель данной статьи — рассмотреть возможные поведенческие факторы, отражающие психологические особенности участников фондового рынка, которые могут оказывать существенное влияние на формирование рыночной капитализации российских компаний.

Существующие классические финансовые теории и модели придерживаются определенных допущений относительно того, как ведут себя инвесторы на рынке. К таким допущениям относятся следующие:

— использование участниками рынка одинаковой и доступной всем релевантной информации;

— использование одинаковых методов обработки информации и получение одинаковых количественных оценок относительно одного и того же рыночного актива;

— наличие у инвесторов одних и тех же целей (максимально возможный доход при заданном уровне риска) и одинакового горизонта планирования;

— в условиях неопределенности действия инвесторов соответствуют принципу максимизации ожидаемой полезности [2].

Таким образом, речь идет о рациональном поведении участников рынка. Когда рыночные активы недооценены, рациональные участники стремятся их приобрести с ожиданием возрастания их стоимости, и наоборот, в случае с переоцененными активами, продают в ожидании снижения стоимости актива. На абсолютно эффективном рынке не существует недооцененных или переоцененных акций. Поэтому чем более эффективен рынок, тем более бессмысленным становится поиск недооцененных акций. Реагируя на постоянный поток информации, рыночные цены акций постоянно реагируют на поток информации, появляющейся на рынке. В связи с этим теория эффективности фондового рынка попадает под сомнение: ставится под сомнение незыблемый постулат о равенстве рыночных цен акций и их расчетной внутренней стоимости.

Но к настоящему моменту существует множество исследований, доказывающих иррациональную природу поведения инвесторов в процессе принятия финансово-инвестиционных решений. К ним относятся работы А. Феррела, Де Лонга, А. Шляйфера, Л. Саммерса, Р. Вальдмана, Р. Шиллера и т. д., в которых авторы проводят анализ существующих моделей ценообразования и приходят к выводу, что они не до конца описывают действие рыночных механизмов [8, 13]. Необходимо отметить, что рыночная стоимость ценных бумаг на фондовом рынке представляет собой совокупное мнение множества участников рынка о том, какой должна, по их мнению, быть справедливая стоимость данных ценных бумаг. Это мнение как раз и привносит субъективный характер в понятие рыночной стоимости.

Исследования в области поведенческих финансов пришли к выводам о том, что существует две категории факторов, определяющих субъективное мнение инвесторов относительно процессов, происходящих на рынке: во-первых, ошибочное восприятие действительности, т. е. неверная оценка реальной ситуации и неверные решения, вызванные сложившимися стереотипами мышления; во-вторых, эмоциональные факторы, определяющие поведение людей в определенных обстоятельствах. В некоторые моменты большинство рыночных участников ведет себя следуя наиболее прослеживаемой среди участников рынка модели поведения. Это можно наблюдать на следующем примере: покупка акций в тот момент, когда их уже существует избыточное количество и продажа — тогда стоимость достигает своей низшей точки падения.

В литературе по поведенческим финансам выделяют целый ряд поведенческих факторов, способных вызывать отклонение рыночной капитализации компании от ее внутренней стоимости. Особенностью данных факторов является то, что на практике очень сложно определить степень их влияния на рыночную стоимость компании.

Попробуем рассмотреть данные факторы и описать их.

1. ***«Эффект размещения»*** (*«отвращение к потерям»*). Признается исследователями в области поведенческих финансов наиболее важным и значительным. В 1979 г. впервые был упомянут в статье Д. Канемана и Э. Тверски «Теория перспектив: анализ принятия решений в условиях риска» [10]. Данное явление проявляется в ограниченной рациональности индивидуумов, т. е. применительно к финансовой сфере неудовлетворение от убытков у инвесторов более значительно (в два с половиной раза), чем удовлетворение от такой же в абсолютном выражении прибыли. Таким образом, отрицательные эмоции людей, связанные с потерями, намного сильнее положительных эмоций, переживаемых с получением прибыли [1, с. 92]. Эффект размещения влечет за собой другой поведенческий феномен — «*эффект определенности*» — предпочтение меньшего дохода, но со стопроцентной уверенностью, большему с меньшей вероятностью получения.

2. ***«Шумы рынка».*** В 1990-х годах разработка моделей фондового рынка, альтернативных гипотезе эффективности, достигла успеха, с выходом работ таких ученых, как Де Лонг, А. Шляйфер, Л. Саммерс, Р. Вальдман и Р. Шиллер. Данными авторами были опровергнуты доказательства в подтверждение гипотезы эффективности фондового рынка в пользу моделей шумовой торговли. Шумовые трейдеры (т. е. инвесторы, подверженные влиянию эмоций, чувств — иррациональные инвесторы) могут искажать рыночную стоимость активов на рынке, где кроме них работают рационально информированные инвесторы (т. е. инвесторы, использующие понятие истинных стоимостей) [4]. К шумовым относятся даже те трейдеры, которые действуют рационально, но не обладают всей информацией (в т. ч. и инсайдерской), влияющей на стоимость ценных бумаг компании. Иррациональные инвесторы принимают решения на рынке, оперируя неполной или непроверенной информацией, вследствие чего несут больший риск, поэтому их доходы могут превышать доходы рациональных участников

торгов [13]. Таким образом, непредсказуемое влияние на рынок иррациональных инвесторов, является существенным фактором, способным значительно исказить рыночную стоимость компаний.

3. ***«Чрезмерная уверенность».*** Убеждение, что инвестор обладает большими знаниями и способностями, чем те, которые есть у среднего инвестора, приводит к формированию чрезмерной уверенности (самоуверенности). Эффект был открыт К. Камерером и Д. Ловальо, которые доказали, что 90% людей уверены в своем превосходстве и в своих лучших перспективах на будущее по сравнению с остальными [7, с. 306]. Данный эффект является собирательным и может быть подразделен на некоторые следующие: *«оптимистическое отклонение»*, *«иллюзия контроля»*, *«экспертное суждение»*. Оптимистическое отклонение иллюстрирует тот факт, что индивидуумы являются чрезмерно оптимистичными относительно наступления тех или иных событий, касающихся непосредственно их самих, даже в том случае, если известно, что вероятность их наступления ничтожно мала и не соответствует их оптимизму. Иллюзия контроля представляет собой склонность к большему риску, если кажется, что в сложившейся ситуации есть возможность влиять на исход операции. Впервые данное явление было описано в 1975 г. в работе Э. Лангер [10]. Экспертное суждение, с нашей точки зрения, — самый очевидный поведенческий фактор. Рекомендации представителей ведущих брокерских компаний, известных аналитиков могут не соответствовать реальности, даже в том случае, если многие участники рынка будут им следовать. Известно множество примеров, когда текущая рыночная ситуация коренным образом расходилась с предшествующими прогнозами экспертов.

4. ***«Эффект толпы»***. Применительно к финансовым рынкам данный эффект получил название «*информационный каскад*». В настоящее время многие исследователи склонны считать, что все крайне резкие изменения цен, которые происходят в моменты, когда рынок достигает максимальных и минимальных значений, связаны именно с проявлением этого эффекта. Суть его заключается в том, что инвесторы имитируют поведение других участников рынка, решая для себя таким образом проблему принятия решения в условиях неопределенности в ситуации недостатка информации. Впервые данный феномен был упомянут в 1841 г. Чарлзом Маккеем в книге «Воспоминания о чрезвычайных массовых заблуждениях и безумии толп» [12] и в дальнейшем проанализирован Гюставом Ле Боном в 1895 г. в работе «Психология толпы» [11]. Авторы отмечают, что действуя в группе, люди превращаются в единое целое, обладающее «коллективным сознанием», в пользу которого приносят свои личные интересы.

5. ***«Парадокс Алле»***. Заключается в нарушении индивидуумами принципов теории ожидаемой полезности, которая заключается в том, что из двух альтернатив субъект выбирает альтернативу с большей ожидаемой полезностью. Данный феномен был впервые описан французским экономистом Алле в 1953 г. в работе «Поведение разумного человека в условиях риска, критика постулатов и аксиом американской школы» [6]. В своей работе автор приходит к выводу, что предпочтения абсолютного большинства людей не соответствуют теории ожидаемой полезности на практике.

6. ***«Эффект проклятия победителя»***. Впервые обнаружен Капеном, Клэпом и Кемпбеллом в 1971 г. [5, с. 48]. Данное явление заключается в том, что существует значительная переплата за рыночный актив по сравнению с его истинной стоимостью, которую выплачивает купивший его инвестор, если на актив была высока конкуренция среди потенциальных покупателей, а истинная стоимость его не была известна. При этом средняя заявка на покупку актива значительно меньше реальной стоимости актива, а рыночная стоимость, по которой была осуществлена покупка, значительно больше реальной стоимости.

7. ***«Эффект подмены впечатлений об акции впечатлениями об эмитенте»***. Обнаружен в 1985 г. такими учеными, как В. ДеБондт и Р. Тайлер, исследования которых показали, что наиболее доходные обыкновенные акции через некоторый период времени становятся наименее доходными. Это явление получило название *оверреакция*. Обыкновенные акции, приносящие прибыль, выше среднерыночной, на протяжении 3–5 лет в последующий период будут приносить прибыль, значительно ниже среднерыночной. То же явление прослеживается и в обратном порядке: бумаги, доходность которых за 3–5 лет ниже среднерыночной, в будущем дают прибыль выше среднерыночного уровня. В исследовании было замечено, что чем значительнее снижение доходности бумаг в период формирования портфеля, тем выше увеличение их доходности через 3–5 лет. Другие ученые, Н. Джагадиш, С. Титман в результате наблюдений установили, что акции более прибыльных компаний обычно переоцениваются

участниками рынка, тогда как акции менее прибыльных — недооцениваются. Причина этому — более сильная реакция инвесторов на позитивные новости о компаниях, которые следуют после других позитивных новостей от этой же компании.

8. ***«Эффект наверняка»***. Впервые рассмотрен в исследовании М. Аллаиса (1953 г.). Предпочтение меньшей прибыли — большей, но с большей вероятностью получения. Большую прибыль — меньшей, если вероятность получить меньшую незначительно больше вероятности получить большую.

9. ***«Эффект диспозиции»***. Такие ученые, как Х. Шефрин, М. Штатман впервые описали этот эффект в своих работах в 1987 г. Он заключается в том, что инвесторы склонны слишком рано продавать акции, приносящие прибыль, и слишком поздно те акции, котировки которых падают. Это означает, что с ростом цены на рыночный актив возрастает вероятность скорейшей продажи его инвестором, и наоборот, чем ниже упадет цена ценных бумаг компании, тем дольше они будут оставаться в портфеле участника. Данная закономерность является причиной того, почему объемы торгов прибыльными бумагами значительно превышают объемы торгов убыточными. Снизить проявление эффекта диспозиции могут макроэкономические факторы, если вследствие них будут неизбежными убытки по проведенным инвесторами операциям.

Подводя итог, можем сделать следующие выводы.

Во-первых, в иррациональности поведения инвесторов кроется причина того, почему рыночные котировки ценных бумаг отклоняются от своей внутренней стоимости, что обеспечивает избыточную доходность рациональным инвесторам, т. е. инвесторам, рассчитывающих внутреннюю стоимость по известным моделям.

Во-вторых, факторы иррациональности оказывают свое действие, что можно наблюдать отклонение стоимости компании, рассчитанной по модели дисконтирования, от стоимости, рассчитанной при помощи мультипликаторов (т. к сравнение происходит с уже существующей на рынке ценностью).

В-третьих, в моменты нестабильности и неопределенности на фондовом рынке вся совокупность поведенческих факторов проявляет свое действие в большей степени.

Выявление и учет всей совокупности поведенческих факторов позволяет в значительной степени увеличить эффективность принимаемых инвестиционных решений на рынке ценных бумаг. Рассмотренные нами в данной статье поведенческие факторы должны быть учтены при анализе влияния всей совокупности факторов на рыночную капитализацию российских компаний.

Список литературы

1. *Баулина П. В.* Формирование биржевой стоимости обыкновенных акций энергетических компаний на основе учета фундаментальных и поведенческих факторов : дис. … канд. экон. наук / Орловск. гос. техн. ун-т. Орел, 2008.

2. *Ващенко Т. В., Лисицына Е. В.* Поведенческие финансы — новое направление финансового менеджмента. История возникновения и развития // Финансовый менеджмент. 2006. № 1.

3. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / 2-е изд., исправл. М. : Альпина БизнесБукс, 2005.

4. *Нилов И.* Основной принцип ценообразования на фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. 2007. № 3.

5. *Рудык Н. Б.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М. : Дело, 2004.

6. *Allaıs M.* Le comportment de l`homme ratıonel devant le rısque, critique des postulats et exiomes de l`ecole Americane // Econometrica. Vol. 21.

7. *Camerer C., Lovallo D.* Overconfidence and Excess Entry. An Experimental approach // American Economic rewiew. 1999. Vol. 89.

8. *Ferrel A.* If we understand the mechanısms, why don`t we understand their output? / Harvard John M. Olın Center for Law, Economics and Business. 2003. Discussion paper № 414 . [Electronic resource]. URL: //http://ssm.com/abstract=393683.

9. *Kahneman D., Tversky A.* Prospect Theory: An Analysis of Desision Under Risk // Econometrica. 1979. Vol. 47.

10. *Langer E.* The Illusıon of Control // The Journal of Personality and Social Psychology. 1975. Vol. 32.

11. *Le Bon G.* The Crowd. New York : Penguin Books, 1977.

12. *Mackay C.* Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds. — New York: John Wiley & Sons, 1996.

13. Noise Trader Risk in Financial Markets / De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R. J. // Journal of Political Economy.1990. Vol. 98. № 4.