

Некоторые аспекты применения поведенческих финансов в оценке бизнеса

И.В. Косорукова

заведующий кафедрой оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения негосударственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Московский финансово-промышленный университет «Синергия», доцент, кандидат экономических наук (г. Москва)

Ирина Вячеславовна Косорукова, IKosorukova@ s-university.ru

Исследованиями зарубежных, а в последние годы и российских, ученых подтверждено, что, действуя в условиях неопределенности и риска, отдельные индивиды и группы лиц подвергаются влиянию целого ряда иллюзий, эмоций, ошибочного восприятия информации и прочих «иррациональных» факторов. На фоне воздействия таких факторов происходит принятие инвестиционных и финансовых решений. Изучение влияния таких факторов и их последствий осуществляется в рамках нового направления науки, названного «поведенческими (психологическими) финансами». При этом нужно отметить, что формируется понимание поведенческой экономической теории как нового направления в исследовании экономических явлений [3].

Развитие фондовых рынков и появление многочисленных рыночных инструментов, весьма привлекательных в качестве объекта инвестирования, обусловили разработку целого ряда финансовых теорий и моделей, призванных вооружить потенциального инвестора необходимым инструментарием для разработки эффективных инвестиционных стратегий.

Мы не будем подробно описывать результаты указанных исследований, поскольку в последние годы опубликовано достаточное количество работ, освещающих эти вопросы на русском языке (см. например, [1–5]).

В основе подавляющего большинства классических финансовых теорий и моде-

лей лежит предположение о рациональном поведении инвестора на рынке, однако результаты проведенных исследований [1–5] ставят под сомнение возможность применения классического подхода к принятию решений и опровергают тот факт, что поведение инвестора на рынке всегда рационально.

Остановимся на одном из аспектов поведенческих финансов – их влияние на формирование стоимости бизнеса. Основные направления такого влияния уже были отражены в работах [2–5].

Рассматривая поведенческую экономическую теорию с позиции нового подхода к исследованию экономических явлений, автор [3] отмечает ее более высокие «предсказательные возможности» по сравнению с традиционными моделями и концепциями. При этом он выделяет следующие области экономического анализа:

- выбор в условиях риска и неопределенности;
- межвременной выбор;
- теория игр.

В работах [2 и 5] отмечаются следующие закономерности поведенческих финансов:

- эвристическая обработка информации инвесторами;
- непостоянство имеющейся на рынке информации;
- когнитивный диссонанс;
- различный подход к интерпретации информации;

- эффект реакции рынков на новости;
- эвристика репрезентативности;
- излишняя самоуверенность и иллюзия управления ситуацией;
- эффект диспозиции;
- «домашние» предпочтения;
- «информационные каскады», или теория стадного поведения.

Авторы [4] выделяют следующие направления, где поведенческие финансы активно влияют на формирование стоимости бизнеса:

- расчет ставки дисконтирования при оценке бизнеса;
- применение процедуры дисконтирования;
- использование традиционных подходов к оценке;
- синтетические модели оценки.

Исходя из результатов проведенного нами анализа полагаем, что к указанным направлениям было бы целесообразно добавить еще одно направление, связанное с анализом внешней и внутренней информации, предшествующее непосредственно процедуре оценивания стоимости. Понятно, что все указанные ранее направления напрямую связаны с этапом анализа информации, но они не раскрывают проблему первичной оценки информации о внешней и внутренней среде бизнеса. Несмотря на утверждение о том, что более объективными методами оценки стоимости бизнеса являются синтетические модели оценки [4, с. 43], в российской практике пока преобладает применение метода дисконтирования денежных потоков как основного для оценки стоимости бизнеса. В связи с этим рассмотрим проблему влияния анализа данных о внешней и внутренней среде на расчет стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Как правило, закладываемые оценщиком темпы прироста выручки (отправная

точка в расчете стоимости методом ДДП) при применении доходного подхода базируются на прогнозных значениях темпов прироста либо самой компании, либо отрасли, либо темпов инфляции. Все эти показатели так или иначе определяются экономической ситуацией в стране и (или) в мире, которую оценщик обычно рассматривает через призму роста валового внутреннего продукта (далее – ВВП) страны.

В допущениях обобщенной поведенческой модели оценки стоимости активов [2, с. 185–190] рассматриваются три случайных переменных [2, с. 187], две из которых напрямую зависят от мнения оценщика в рамках формирования прогнозов будущих доходов бизнеса:

- ε_1 – случайная переменная, характеризующая совокупную ошибку обработки информации¹;
- ε_2 – случайная переменная, характеризующая совокупную ошибку репрезентативности².

Третья переменная характеризует ошибки предпочтений инвесторов, но она, на наш взгляд, актуальна в рамках сравнительного подхода к оценке бизнеса для понимания величины ошибки инвестора при определении цены акции на фондовом рынке, а вот в случае использования доходного подхода в качестве третьей переменной имеет смысл рассмотреть влияние когнитивного диссонанса³ на формирование стоимости.

Кроме того, анализ практики оценки стоимости бизнеса методом ДДП в периоды, в которых экономика страны находилась практически в пиковых моментах с точки зрения теории жизненного цикла (это, соответственно, 2007 год и начало 2008 года – фаза подъема (бума); вторая половина 2008 года и 2009 год – фаза кризиса), показал, что оценщики (особенно работающие на рынке недолго) подпадают под влияние

¹ Означает быструю обработку данных на основе опыта, практических навыков и интуиции человека при принятии решений.

² Характеризует склонность искать тенденции в случайных явлениях.

³ Характеризует недооценку важной информации при формировании сценариев развития компании, вследствие чего ожидаемые события могут отличаться от прогнозных.

эффекта «информационного каскада» (или теории стадного поведения).

На фазе подъема такие специалисты строили прогнозы исходя из величины темпов прироста в размере 8–10 процентов в год, а на фазе кризиса использовали отрицательные темпы прироста не только в рамках прогнозного, но и постпрогнозного периодов. Таким образом, видимо, наличие эффекта «информационный каскад» также стоит учитывать при построении обобщенной поведенческой модели как четвертую переменную на фазах подъема (бума) и кризиса.

Анализируя влияние первых двух переменных (ϵ_1 и ϵ_2), стоит отметить, что они могут проявляться при формировании стоимости бизнеса не только в рамках анализа внешней среды, но и в рамках оценки состояния бизнеса посредством анализа внутренних рисков. Такой анализ проводится исходя из результатов расчета показателей финансового анализа, и их интерпретация влияет на величину особых рисков в расчете ставки дисконтирования для закрытых компаний. Нередко российские оценщики проводят анализ результатов, сопоставляя фактические данные компании с нормативными значениями, а не со среднеотраслевыми, что приводит как к завышению, так и к занижению величины ставки дисконтирования.

Рассмотрим на примере темпов роста ВВП реакцию специалистов по прогнозированию макроэкономических показателей Министерства экономического развития Российской Федерации (далее – Минэкономразвития России) на прогнозное изменение темпов его роста. Исходные данные представлены в таблице 1 (к большому сожалению, не удалось найти в открытом доступе большую часть информации за 90-е годы прошлого столетия). Конечно, представленной информации явно не достаточно для серьезного анализа и выводов, но

тем не менее кое-какие тенденции можно отследить.

В течение последних 25 лет российская экономика чаще находилась не в позитивной динамике, что, видимо, и повлияло на формирование сдержанных прогнозов (только в 30 процентах случаев прогнозы выше фактических данных). Данные, представленные в таблице 2, подтверждают тезис о том, что «удовлетворение от потенциальной прибыли и боль от убытков не симметричны» [2, с. 190].

Также можно обнаружить наличие ошибки обработки информации в пиковый период подъема в 2007 году (см. табл. 3). Подтверждается постулат: «нереалистичный оптимизм и стремление выдавать желаемое за действительное создают ситуацию, когда чрезмерная реакция рынка чаще всего наблюдается в случае позитивных сигналов» [2, с. 189]. Как видим, такая реакция наблюдается не только на фондовом рынке, но и при прогнозировании макроэкономических показателей, что чрезвычайно актуально для оценщиков при построении денежных потоков в методе дисконтированных денежных потоков.

Отклонения в прогнозных данных 1998 и 2007 годов (табл. 3) свидетельствуют о наличии такой реакции, правда разнонаправленной⁴. При этом напрашивается вывод о необходимости введения поправки либо в темпы прироста выручки, либо в величину ставки дисконтирования. Очевидно, эти поправки в ситуации подъема экономики должны действовать в сторону снижения темпов прироста выручки или увеличения величины ставки дисконтирования. В ситуации кризиса в экономике поправки должны действовать в сторону увеличения темпов прироста выручки или снижения ставки дисконтирования.

Конечно, по этой достаточно скупой совокупности данных сложно сделать выводы о наличии устойчивого эффекта и величии

⁴ Отклонение в прогнозах 2008 года минимальное (в отличие от 1998 и 2007 годов). Объяснить это можно тем, что кризис был общемировым (и затяжным) и его начало пришлось именно на 2008 год, то есть на год прогноза.

Таблица 1

Фактические и прогнозные показатели темпов роста ВВП, по данным Минэкономразвития России, %

Год	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016			
Прогноз до ... года	1999	94,6–95																					
	2002		100	101,5	104,0	105,0																	
	2006						105,9	105,2	105,9	106													
	2007							106,9	106,3	106,1	106,5												
	2008								106,5	105,9	106,1	106,2											
	2010*										106,5–107,3	105,7–106,4	105,3–106,1	105,2–106,3									
	2011*											107,8	106,0–107,1	105,9–107,1	105,4–106,5								
	2012													91,5	101,6	103,0	104,3						
	2013														104,0	104,2	103,9	104,5					
	2014*															104,1	102,5–103,9	101,5–103,7	103,7	104,3	104,5		
	2015																103,5	103,7	104,3	104,5			
	2016*																	101,7–103,7	103,0–105,6	103,3–106,4	103,6–107,1		
	Фактические данные по разным источникам**	100,8 ¹ 100,9 ⁷	95,4	106,4	н/д	н/д	104,3 ² 104,7 ²	107,3	107,1 ² 107,2 ³	106,4	106,7 ³ 107,4 ⁸ 108,2 ⁵	108,1	105,6 ⁴ 108,5 ⁵	92,1 ⁵ 92,2 ⁹	104,0 ⁶ 104,3 ⁹ 104,5 ¹⁰	104,3	103,4						
	По данным Федеральной службы государственной статистики [6]				110	105,0	104,7	107,3	107,2	106,4	108,2	108,5	105,2	92,2	104,3	104,3	103,4						

Примечания.

*Данные приведены с учетом различных вариантов прогноза, представленных в прогнозах социально-экономического развития Российской Федерации.

**Источники: [8], ²[11], ³[12], ⁴[14], ⁵[15], ⁶[16], ⁷[9], ⁸[13], ⁹[17], ¹⁰[18].

Таблица 2

Отклонение прогнозных и фактических значений темпов прироста ВВП
(1997–2012 годы), %

Год	Фактический темп прироста ВВП	Прогнозное значение темпа прироста ВВП в первый год прогноза после отчетного	Среднее значение прогнозного темпа прироста ВВП	Отклонение фактического и прогнозного темпов прироста в первый год прогноза	Отклонение фактического и среднего прогнозного темпов прироста
1997	100,9	–	–	–	–
1998	95,4	94,8	94,8	-0,6	-0,6
1999	106,4	97,5	97,5	-8,9	-8,9
2000	110	101,5	101,5	-8,5	-8,5
2001	105	104	104	-1	-1
2002	104,7	105	105	0,3	0,3
2003	107,3	105,9	105,9	-1,4	-1,4
2004	107,2	106,9	106,1	-0,3	-1,1
2005	106,4	106,5	106,2	0,1	-0,2
2006	108,2	105,9	106	-2,3	-2,2
2007	108,5	106,9	106,6	-1,6	-1,9
2008	105,2	107,8	106,5	2,6	1,3
2009	92,2	91,5	103,2	-0,7	11
2010	104,3	104	105	-0,3	0,7
2011	104,3	104,1	104,6	-0,2	0,3
2012	103,4	103,5	103,6	0,1	0,2
Среднее значение отклонений				-1,5	-0,8

Таблица 3

Отклонение прогнозных и фактических значений темпов прироста ВВП
в пиковые периоды (1997–2012 годы), %

Год	Фактический темп прироста ВВП	Прогноз в пиковый период			Отклонение по прогнозу		
		кризис 1998 года	подъем 2007 года	кризис 2008 года	1998 года	2007 года	2008 года
1	2	3	4	5	6	7	8
1997	100,9						
1998	95,4						
1999	106,4	97,5			-8,9		

1	2	3	4	5	6	7	8
2000	110	101,5			-8,5		
2001	105	104			-1		
2002	104,7						
2003	107,3						
2004	107,2						
2005	106,4						
2006	108,2						
2007	108,5						
2008	105,2		107,8			2,6	
2009	92,2		106,6	91,5		14,4	-0,7
2010	104,3		106,5	101,6		2,2	-2,7
2011	104,3		106	103		1,7	-1,3
2012	103,4			104,3			0,9
Среднее значение отклонений (среднее средних – 4,1%)					-6,1	5,2	-0,95

не поправки, но, считаю, что исследования в этом направлении имеет смысл продолжать.

ЛИТЕРАТУРА И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций. М. : Маросейка, 2009.
2. Поведенческие финансы. Инвесторы, компании, рынки / под ред. К. Бейкера, Дж. Нофсингера ; пер. с англ. М. : Маросейка, 2011. Вып. 1.
3. Павлов И. Поведенческая теория – позитивный подход к исследованию экономической деятельности // Вопросы экономики. 2007. № 6.
4. Федотова М. А., Рутгайзер В. М., Будицкий А. Е. Поведенческая оценка и ее дальнейшие перспективы в российских условиях // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2009. № 1 (88).
5. Федотова М., Плещачевский В., Рутгайзер В., Будицкий А. Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса // Вопросы экономики. 2009. № 5.
6. Российский статистический ежегодник. 2012 : стат. сб. / Росстат. М., 2012. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b12_13/Main.htm
7. Социально-экономическое положение России. Январь – декабрь 2012 года. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1140086922125
8. О разработке уточненных прогнозов социально-экономического развития Российской Федерации на 1999 год и на период до 2001 года : письмо Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 23 октября 1998 года № ИМ-2099/1-267. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=EXP;n=266812>
9. О разработке уточненных прогнозов социально-экономического развития Российской Федерации на 2000 год и на период до 2002 года : письмо Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации от 13 сентября 1999 года № СА-692/1-241. URL: <http://www.bestpravo.ru/rossijskoje/lj-praktika/z5b.htm>

10. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2005 год и основные параметры прогноза до 2007 года / Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации. URL: <http://web.archive.org/web/20030621193501/http://www.economy.gov.ru>

11. Сценарные условия социально-экономического развития и основные показатели сводного финансового баланса Российской Федерации на 2006 год и на период до 2008 года / Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc1112874332531_1

12. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2008 год, параметры прогноза на период до 2010 года и предельные уровни цен (тарифов) на продукцию (услуги) субъектов естественных монополий / Министерство экономического развития и торговли Российской Федерации. URL: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc1176884004219>

13. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2009 год и плановый период 2010 и 2011 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc1219319991073>

14. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2010

год и плановый период 2011 и 2012 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc1254407742765>

15. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20100923_07

16. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2012 год и плановый период 2013–2014 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/press/news/doc20110921_014

17. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2013 год и плановый период 2014–2015 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20120912_000004

18. Сценарные условия, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации и предельные уровни цен (тарифов) на услуги компаний инфраструктурного сектора на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов / Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20130412_08